



**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ**  
**VICERRECTORIA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO**  
**FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**  
**CON ESPECIALIDAD EN FINANZAS**

**EL MERCADO DE ACCIONES COMUNES COMO FUENTE DE**  
**OBTENCIÓN DE FONDOS EN LA BOLSA**  
**DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**

**POR:**

**GRISELDA DEL CARMEN QUIÑONEZ CRUZ**

**PANAMÁ, REPUBLICA DE PANAMÁ**

**1999**

**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ**  
**VICERRECTORIA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO**  
**FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**  
**CON ESPECIALIDAD EN FINANZAS**

**EL MERCADO DE ACCIONES COMUNES COMO FUENTE**  
**DE OBTENCIÓN DE FONDOS EN LA BOLSA**  
**DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**

**POR:**

**GRISELDA DEL CARMEN QUIÑONEZ CRUZ**

**TESIS PRESENTADA COMO UNO DE LOS REQUISITOS PARA OPTAR AL**  
**GRADO DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON**  
**ESPECIALIDAD EN FINANZAS**

**PANAMÁ, REPÚBLICA DE PANAMÁ**

**1999**

23 JUN 1999

ord. del recibo

315091

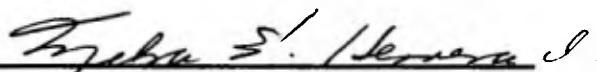
T. 199

APROBADO POR:

Director de Tesis



Miembro del Jurado

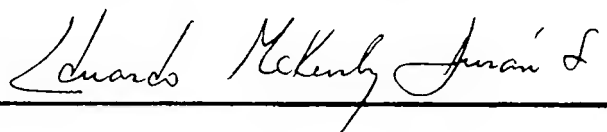


Miembro del Jurado



Representante de la Vicerrectoría de Investigación y

Postgrado



Fecha



## **AGRADECIMIENTO**

**A mis compañeros de estudio por todo su apoyo.  
También a mi asesora la Licda. Luisa Espósito por  
su cooperación desinteresada. Y al Lic. Federico  
Roa por su orientación.**

## **ÍNDICE GENERAL**

### **Páginas**

<b>Resumen en Español</b>	<b>1</b>
<b>Resumen en Inglés</b>	<b>2</b>

## **CAPÍTULO PRIMERO INTRODUCCIÓN**

### **A. ANTECEDENTES GENERALES**

<b>1. Sistema Financiero</b>	<b>4</b>
a) Mercado de Divisas	5
b) Mercado de Dinero ó Monetario	5
c) Mercado de Capitales	6
d) Mercado de Valores	7
- Mercado Primario	7
- Mercado Secundario	8
<b>2. El Mercado de Acciones</b>	<b>9</b>
a) Definición	9
b) Surgimiento	10
c) Evolución	11
<b>3. El Mercado de Acciones en Panamá</b>	<b>13</b>
a) Orígenes	13
b) Situación Actual	15
c) Marco Jurídico	19

### **B. JUSTIFICACIÓN**

<b>1. Propósito de la Investigación</b>	<b>23</b>
<b>2. Planteamiento del Problema</b>	<b>23</b>
<b>3. Objetivos de la Investigación</b>	<b>25</b>
<b>4. Aspectos Metodológicos</b>	<b>26</b>
<b>5. Descripción de los Capítulos</b>	<b>26</b>

## **CAPÍTULO SEGUNDO MERCADO ACCIONARIO**

### **A. ACCIONES**

<b>1. Generalidades</b>	<b>30</b>
a) Definición	30
b) Características	32
c) Importancia	33
d) Principios	33
<b>2. Clases de Acciones</b>	<b>36</b>
a) Acciones Comunes	36
b) Acciones Preferidas	37
<b>3. Valor de las Acciones</b>	<b>39</b>
a) Según Libros	40
b) Según Mercado	40

### **B. EMISIÓN Y VENTA PÚBLICA DE ACCIONES**

<b>1. Requisitos para el Registro Voluntario de las empresas en la Comisión Nacional de Valores.</b>	<b>44</b>
<b>2. Requisitos para el Registro de las Empresas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.</b>	<b>46</b>
<b>3. Requisitos para solicitar autorización de Oferta Pública en la Comisión Nacional de Valores.</b>	<b>48</b>
<b>4. Requisitos para la confección del Prospecto Informativo.</b>	<b>52</b>
<b>5. Ventajas y Desventajas de una Emisión de Acciones Comunes.</b>	<b>53</b>

## **CAPÍTULO TERCERO**

### **RESULTADO Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA**

#### **A. LA ENCUESTA**

<b>1. Variables de la Encuesta</b>	<b>56</b>
a) Empresa	56
b) Rentabilidad	56
c) Dividendos	58
d) Bolsa de Valores	58
e) Costos	58
f) Riesgo	59
g) Emisión de acciones	59
h) Mercado de acciones	59
i) Sociedades anónimas	59
j) Financiamiento	60

#### **B. APLICACIÓN DE LA ENCUESTA**

<b>1. Hipótesis</b>	<b>61</b>
<b>2. Población y muestra</b>	<b>61</b>
<b>3. Recolección de datos</b>	<b>63</b>
<b>4. Tabulación y Concentración de Resultados</b>	<b>66</b>

#### **C. RESULTADOS POR ÁREA**

<b>1. Variables de la Encuesta</b>	<b>68</b>
a) Empresa	68
b) Rentabilidad	68
c) Dividendos	69
d) Bolsa de Valores	72
e) Costos	72
f) Riesgos	74
g) Emisión de acciones	74
h) Mercado de acciones	76
i) Sociedades anónimas	76
j) Financiamiento	78



**CAPÍTULO CUARTO**  
**FUENTES DE OBTENCIÓN DE FONDOS**

**A. CASO CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.**

<b>1. ANÁLISIS DEL ENTORNO</b>	<b>80</b>
a) Político	80
b) Económico	81
<b>2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA</b>	<b>81</b>
<b>3. ANÁLISIS DE LA EMPRESA</b>	<b>83</b>
a) Antecedentes	83
b) Situación Actual	84
<b>4. ESTADOS FINANCIEROS</b>	<b>86</b>
a) Balance General	86
b) Estado de Resultados y Déficit Acumulado	88
c) Estado de Flujo de Efectivo	89
<b>5. PROYECCIONES FINANCIERAS</b>	<b>91</b>
a) Flujo de Caja Proyectado	93
b) Préstamos Bancarios	96
c) Emisión de Bonos Corporativos	98
d) Emisión de Acciones Comunes	100

**CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

<b>Conclusiones</b>	<b>106</b>
<b>Recomendaciones</b>	<b>109</b>

<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>112</b>
---------------------	------------

<b>ANEXOS</b>	<b>114</b>
---------------	------------

## ÍNDICE DE CUADROS

No.	DETALLE	Página
I	<b>Mercado de Acciones en Panamá</b>	<b>16</b>
II	<b>Porcentaje de Volúmenes de Transacciones por Títulos (Años 1990 – 1998)</b>	<b>18</b>
III	<b>Definición de Variables e Indicadores</b>	<b>57</b>
IV	<b>Concentración de Resultados</b>	<b>67</b>
V	<b>Siembra de Plantones por Especie</b>	<b>85</b>
VI	<b>Proyecciones en el Precio de Venta</b>	<b>91</b>
VII	<b>Rendimiento en Raleos</b>	<b>92</b>
VIII	<b>Flujo de Caja Proyectado Corporación Milenium, S.A.</b>	<b>94</b>
IX	<b>Análisis de Rentabilidad del Proyecto Corporación Milenium, S.A.</b>	<b>95</b>
X	<b>Análisis de Rentabilidad del Proyecto con Préstamos Bancarios Corporación Milenium, S.A.</b>	<b>97</b>

<b>XI</b>	<b>Análisis de Rentabilidad del Proyecto con Emisión de Bonos Corporativos Corporación Milenium, S.A.</b>	<b>99</b>
<b>XII</b>	<b>Análisis de Utilidad antes de Intereses e Impuestos Coporación Milenium, S.A.</b>	<b>102</b>
<b>XIII</b>	<b>Estructura de Capitalización después de la Emisión de Acciones Comunes Corporación Milenium, S.A.</b>	<b>103</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

No.	DETALLE	Página
1.	Encuesta	64
2.	Gráfica de la Variable No.1, Empresa	70
3.	Gráfica de la Variable No.2, Rentabilidad	70
4.	Gráfica de la Variable No.3, Dividendos	71
5.	Gráfica de la Variable No.4, Bolsa de Valores	71
6.	Gráfica de la Variable No.5, Costos	73
7.	Gráfica de la Variable No.6, Riesgos	73
8.	Gráfica de la Variable No.7, Emisión de Acciones	75
9.	Gráfica de la Variable No. 8, Mercado de Acciones	75
10.	Gráfica de la Variable No.9, Sociedades Anónimas	77
11.	Gráfica de la Variable No.10, Financiamiento	77

## ÍNDICE DE ANEXOS

No.	DETALLE	Página
1	Portada del Prospecto Informativo	115
2	Características de la Emisión	117
3	Información Adicional	119
4	Encuestas	124
5	Proyecciones de Ingresos y Gastos (Años 1999 – 2018) Corporación Milenium, S.A.	131
6	Proyecciones de Préstamos Bancarios, Intereses , Amortizaciones y Flujo de Caja (Años 1999 – 2018) Corporación Milenium, S.A.	135
7	Proyecciones de Emisión de Bonos Corporativos, intereses, redención y Flujo de Caja (Años 1999 – 2018) Coporación Milenium, S.A.	138
8	Flujo de Caja Proyectado con Emisión de Acciones Comunes (Años 1999 – 2018) Corporación Milenium, S.A.	141

## **RESUMEN**

**Este trabajo de investigación surge como necesidad de conocer por qué la participación de las empresas, en el mercado de acciones comunes en Panamá, es bajo a diferencia de otros títulos valores. Se utilizó el método descriptivo y analítico. Las técnicas empleadas fueron las entrevistas, cálculos financieros y las encuestas.**

**El objetivo primordial de esta investigación es hacer un análisis financiero de tres fuentes de obtención de fondos del mercado (préstamos bancarios y emisión de bonos corporativos y acciones comunes por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.), para determinar si la opción de emisión de acciones comunes es la más atractiva para las empresas como fuente de obtención de fondos. Además se quiere dar a conocer todos los requisitos necesarios para emitir acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.**

**Y finalmente se pretende incentivar a todas las sociedades anónimas, que están en la capacidad de llenar los requisitos ante la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., para que participen más en dicho mercado.**

## **SUMMARY**

**This research arises from the need to determine why the participation of the private enterprise in the common stock market in Panama is low in comparison with other bonds, shares and securities. Descriptive and analytical methods were utilized. The techniques used were interviews, financial computations and surveys.**

**The main objective of this research is to conduct a financial analysis of three sources for funds acquisition in the market (banking loans and issue of corporate bonds and common stocks through the Panama Stock Exchange) in order to determine if the option of the issue of common stocks is the most attractive source for funds acquisition for the private enterprise. In addition, the information concerning the necessary requirements for the issue of common stocks in the Panama Stock Exchange is also provided.**

**And finally, it is intended to induce the stock companies that can meet the requirements before the National Stocks Commission and the Panama Stock Exchange to increase their participation in said market.**

# **CAPÍTULO PRIMERO**

## **INTRODUCCIÓN**



## **A. ANTECEDENTES GENERALES**

### **1. SISTEMA FINANCIERO**

El Sistema Financiero juega un papel fundamental en el desarrollo económico de un país, ya que provee los canales a través de los cuales el ahorro de la comunidad puede ser transformado en capital y por lo tanto en la creación de empleos y mayor producción de bienes y de servicios. Se puede definir al Sistema Financiero como un gran mercado en el que se ponen en contacto oferentes con demandantes de recursos monetarios.

Según la **Bolsa de Valores de Panamá, S.A., (1994)** en su publicación **El Mercado de Valores de Panamá**, define el Sistema Financiero como: el conjunto de instituciones e individuos que coordina, administra, promueve y dirige los excedentes financieros (ahorro) hacia las necesidades financieras (inversión) dentro de un sistema económico y que permite la transferencia de estos activos, entre inversionistas, depositantes y usuarios de crédito. Este mercado está dividido en cuatro grandes sectores:

**a) Mercado de Divisas**

Podemos decir que es el conjunto de transacciones de compra y venta de las monedas de los diferentes países del mundo. Este mercado funciona a través de una tasa de cambio la cual depende de varios factores tales como el crecimiento económico, la oferta monetaria, la tasa de inflación, la balanza de pagos, entre otros y sobre todo de las expectativas del desarrollo futuro de las mismas.

**b) Mercado de Dinero ó Monetario**

Es el conjunto de operaciones con títulos de obligación de corto plazo. Definimos corto plazo a todos los documentos ó títulos con vencimiento menores a un año. Este mercado se utiliza para trasladar recursos financieros de instituciones e individuos con exceso de dinero a aquellas empresas ó instituciones que tienen una deficiencia temporal de dinero. Los usuales compradores (acreedores) de instrumentos del mercado de dinero son bancos, compañías de seguro, fondos de jubilación y pensión, y las empresas industriales, comerciales que tengan excesos de fondos. Y los principales usuarios (deudores) son el gobierno, bancos comerciales y corporaciones. Este mercado incluye valores del gobierno a corto plazo, certificados de depósitos negociables, instrumentos negociables, aceptaciones bancarias y fondos mutuos.

Los instrumentos de este mercado son altamente líquidos y fácilmente negociables.

### **c) Mercado de Capitales**

No es más que el conjunto de operaciones de ofertas (venta) y demandas (compra) de títulos valores de diferentes plazos de vencimiento (generalmente mediano y largo plazo), que han sido emitidos por el gobierno nacional o por la empresa privada, como un medio para obtener recursos destinados a financiar todo tipo de actividades. Este mercado incluye al mercado de acciones, de bonos, de hipotecas y de títulos valores del gobierno a largo plazo.

La principal función de éste es obtener recursos a largo plazo para invertirlos en bienes de producción y en obras de infraestructura para el sector público y privado. Además realiza otras funciones tales como, de transformación al trasladar recursos económicos a corto plazo en recursos a largo plazo y de consolidación, que le permite a la industria y al comercio transformar sus obligaciones de corto plazo en obligaciones de largo plazo ó capitales de participación (acciones, bonos, entre otros.)

#### **d) Mercado de Valores**

Este mercado forma parte del mercado de capitales y es el mecanismo que permite la emisión, colocación, distribución e intermediación de los títulos valores. Es la parte más importante del sistema financiero y de él dependen el ahorro de mediano y largo plazo. La oferta en el mercado de valores se efectúa a través de títulos valores realizada por el estado y las empresas privadas y la demanda es realizada por todos los ahorros disponibles para la inversión y es hecha por personas naturales ó jurídicas. A su vez éste mercado está formado por el mercado primario y el mercado secundario.

**De La Guardia, Dulcido, (1997)**, de acuerdo a entrevista realizada y publicada en el **Suplemento Martes Financiero del Diario la Prensa** de día dos de septiembre, opina que el mercado de valores panameño ha tenido en los últimos años un crecimiento muy importante con relación al número de empresas y de acciones en el mercado, sin embargo dicho mercado sigue siendo pequeño en comparación a otros.

##### **- Mercado Primario**

El mercado primario es el conjunto de operaciones de colocación de nuevas emisiones de títulos a mediano y largo plazo, acciones de las empresas directamente a los inversionistas ó también a través de intermediarios financieros

como las bolsas de valores. La Comisión Nacional de Valores lleva un registro con toda la información de éste mercado y la misma puede ser utilizada por el público en general, lo que lo hace transparente.

#### - **Mercado Secundario**

Es el conjunto de transacciones cuyo objetivo es la transferencia de la propiedad de los títulos valores, previamente emitidos y colocados a través del mercado primario para dar liquidez a los tenedores de títulos valores a través de la negociación de los mismos antes de su fecha de redención.

En éste mercado se efectúan las operaciones bursátiles y en éstas intervienen las empresas y el estado que son los emisores de los títulos valores que se ofrecen en venta. Los inversionistas utilizan las operaciones bursátiles para obtener mayor rentabilidad de sus ahorros o excedentes de efectivo, los agentes de bolsa son los que ponen en contacto a los diferentes intermediarios y la bolsa de valores, la cual es un gran mercado organizado y especializado, es el lugar donde entran en contacto tanto oferentes como demandantes de los títulos valores.

Los mercados secundarios no constituyen los medios necesarios para la venta inicial de nuevas emisiones sino facilidades para la negociación de

obligaciones en concepto de deuda y de capital, podría considerarse como un mercado para valores de segunda mano.

## **2. EL MERCADO DE ACCIONES**

### **a) Definición**

El mercado de acciones forma parte del mercado de capitales debido a que en éste mercado se negocian valores que tienen períodos de vencimiento de un año ó más y en cierto modo se considera que una acción es un valor a largo plazo porque no tiene fecha de vencimiento ya que durante el tiempo de vida de la sociedad anónima ó corporación dicha acción permanece vigente.

Entonces podemos decir que el mercado de acciones no es más que el conjunto de operaciones que permite la compra y venta de diversos tipos de acciones que forman a las sociedades.

Cuanto hablamos de mercado de acciones pensamos inmediatamente en bolsa de valores porque son en sí mismas el medio que utilizan tanto compradores como vendedores para negociar transacciones con diversos tipos de acciones y otros títulos valores.

Para que el mercado de acciones funcione es necesaria la participación de las sociedades anónimas, que son las que emiten las acciones; los inversionistas, que son personas naturales ó jurídicas; corredores de bolsa y las bolsas de valores que son los intermediarios para la realización de éstas transacciones

### **b) Surgimiento**

Definitivamente no es posible hablar de mercado de acciones si no hay acciones y las mismas no podrían existir sino se hubieran creado las sociedades anónimas, por lo que se podría considerar que el mercado de acciones tiene su origen en la creación de las sociedades anónimas.

Algunos autores consideran que el origen de las sociedades anónimas se encuentra en la Edad Media, y que las mismas aparecieron a raíz de las especialísimas relaciones entre el Estado y sus acreedores, por algunos casos surgidos en los cuales el Estado, ante la imposibilidad de pagar sus obligaciones, concedía a sus acreedores el derecho de recaudar los impuestos; situación que motivó a los mismos para organizarse a través de compañías denominadas **monti, masse o campere**, para ejercitar sus derechos frente a la deuda pública. Otros consideran que la sociedad anónima no es más que el producto del desarrollo de la sociedad simple en comandita, también están los que consideran que su origen debe atribuirse a Holanda, con los llamados **maona** de los albores

del Siglo XVIII, y los que señalan la genética de las sociedades anónimas en las antiguas corporaciones del derecho minero alemán.

Basándonos en éstas teorías podemos decir que originalmente se llamó acción al recibo que se expedía en constancia de la aportación, y que contenía el nombre de la persona que se obligaba a realizarla. Así pues, en sus comienzos, la acción fue un documento meramente probatorio, por razón de su contenido. Como producto de una lenta evolución, fue estableciéndose la costumbre de hacer constar en el mismo documento las transmisiones de éstos títulos y, además, la de anotarlas en un libro especial. De ahí que se suprimiera la sustitución del documento original por un nuevo título; y por último, que el nuevo mecanismo de las inscripciones de transferencia en el mismo título fuera decisivo para prescindir a voluntad, del nombre del titular, lo cual abrió una amplia vía a los documentos emitidos al portador, con ayuda del mecanismo de endosos en blanco.

### **c) Evolución**

A partir de la creación de las sociedades anónimas y por ende de las acciones muchos comerciantes e inversionistas en general invertían de una manera informal en dichas acciones, motivo por el cual consideramos que éste mercado evolucionó cuando se dieron las primeras regulaciones del mismo y se crearon las bolsas de valores.



En América, específicamente en Estados Unidos, se creó la primera bolsa de valores en Filadelfia en 1790 y en 1791 el Secretario del Tesoro ofreció acciones del primer banco de la nación, llamado Banco de los Estados Unidos, por primera vez en la bolsa de valores.

Actualmente existen muchas bolsas de valores y diferentes regulaciones y organismos encargados de vigilar, promover, regular, entre otros, todas las transacciones que se efectúan a través de las mismas.

La mayor bolsa de valores tanto por el número total de emisiones como por la cantidad de empresas y títulos listados, es la de Nueva York; después tenemos la de Japón, Alemania y Londres, donde se transan operaciones millonarias diariamente a través de la compra y venta de acciones y de otros títulos valores.

### **3. EL MERCADO DE ACCIONES EN PANAMÁ**

#### **a) Orígenes**

Desde que Panamá nació como República en el año de 1903 se daba la intermediación de todo tipo de valores pero la misma se llevaba a cabo de una manera informal ya que no existían regulaciones por parte del gobierno ni se ofrecía información ni transparencia suficiente para proteger al público inversionista.

Alrededor de los años 60 se hicieron algunos intentos infructuosos por dictar una ley al respecto, debido al surgimiento de Compañías que se dedicaban a vender Fondos Mutuos y a que el gobierno panameño consideraba importante el desarrollo de una legislación como una forma de crear y desarrollar el mercado de valores para el desarrollo económico del país. En julio de 1970 se crea la Comisión Nacional de Valores y a inicios de esa década un grupo de corredores de valores hicieron serios y meritorios esfuerzos por establecer una bolsa de valores, llegando a reunirse periódicamente y a publicar informes sobre operaciones realizadas entre ellos, pero debido al crecimiento del Centro Bancario el funcionamiento de una bolsa de valores se hacía innecesario en ese entonces.

No fue sino hasta finales de la década del 80 que el mercado informal tuvo importancia dentro de la comunidad panameña por lo que se pensó era el momento adecuado para que en Panamá se creara una bolsa de valores que cumpliera con el objetivo de servir como intermediario entre el Estado y la empresa privada por una parte y los inversionistas por la otra, para la compra y venta de títulos valores y es así como el 31 de mayo de 1988 mediante Decreto de Gabinete No. 44 se autorizó la creación de bolsas de valores en el país y además se reglamentó su instalación y funcionamiento.

El veintiséis de junio de 1990 se crea la primera bolsa de valores la cual tiene por nombre Bolsa de Valores de Panamá, S.A. con la finalidad de agilizar y promover la negociación de valores en la República.

La Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la única actualmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para llevar a cabo actividades bursátiles. Al establecerse ésta se quería llenar, al menos en parte, la función de intermediación financiera que hasta entonces cumplía el Sistema Bancario Nacional.

**b) Situación Actual**

El mercado de acciones panameño se encuentra en una etapa de incipiente desarrollo, si se compara con otras actividades financieras como por ejemplo las actividades bancarias y de seguros. Podríamos calificarlo como un mercado emergente, que intenta convertirse, especialmente en estos momentos, en una alternativa real de financiamiento que posibilite a las empresas locales y extranjeras a encontrar vías no tradicionales de desarrollo y expansión. Aunque el mercado formal de acciones panameño tiene menos de una década, podemos decir, de acuerdo a cifras estadísticas de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (Cuadro I), que el mismo desde su inicio hasta diciembre de 1998 ha tenido un crecimiento aproximado de 160% en cuanto al número de empresas listadas. En el año 1998 éste mercado tuvo un crecimiento muy importante en emisiones públicas de acciones, con relación al año anterior, el volumen transado creció 62 millones, los cuales básicamente se generaron en el mercado de acciones locales.

De acuerdo a los indicadores del mercado observamos que en el año 1998 el valor según libros de las acciones tuvo un incremento de 20% y el precio de las acciones un 69%, sin embargo, su rendimiento a tenido una disminución de 66%.

## CUADRO I. MERCADO DE ACCIONES EN PANAMÁ

Información del mercado/años	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
No. de acciones listadas									
Locales	0	13	13	11	15	16	19	21	27
Extranjeras	0	0	0	1	1	2	2	3	7
TOTAL	0	13	13	12	16	18	21	24	34
Volumen transado (miles de B/.)									
Acciones locales	206	652	1,199	6,641	70,093	8,654	23,569	42,156	104,379
Acciones extranjeras	0	0	0	0	0	0	675	13,504	13,645
% volumen y # transacciones por título	6.2	2.1	1.2	3.3	24.2	3.7	5.4	7.83	13.92
Capitalización del Mercado (miles de B/.)									
Acciones locales	NA	NA	225,833	419,126	698,097	831,097	1,279,513	2,175,147	3,466,952
Acciones extranjeras	NA	NA	NA	16,873	64,547	99,660	54,658	71,622	346,717
Otros indicadores									
Precio/ganancia/acción	NA	NA	6.75	6.3	11.01	9.40	17.79	21.14	25.42
Precio/VL/acción	NA	NA	1.02	1.26	1.78	1.90	1.79	2.22	3.76
Rendimiento corriente %	NA	NA	5.40%	5.56%	2.80%	4.00%	3.60%	3.06%	1.03%

Fuente: Índice Bursátil

Bolsa de Valores de Panamá

en Cifras, Enero 1999

Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

El mercado de acciones panameño es pequeño con relación al tamaño de nuestra economía debido a que la mayoría de las empresas han podido tradicionalmente financiarse a través del Sistema Bancario; muchas empresas son pequeñas y familiares, o de grupos económicos cerrados, a la ausencia de una ley de mercado de valores moderna que promueva su desarrollo y también debido a que los ahorristas medianos y grandes, que están en la capacidad de incursionar en el mercado, colocan su dinero en cuentas de ahorro a plazo fijo locales y en inversiones de títulos valores en el extranjero, porque consideran que el mercado local no ofrece las condiciones que garantice sus inversiones.

La participación del mercado de acciones dentro de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es sumamente baja en comparación al mercado de bonos, papel comercial; papel del estado y otros. (Cuadro II).

En 1998 la participación del mercado fue de 14% aproximadamente debido a que muchas empresas desconocen los mecanismos, procedimientos y ventajas que ofrece dicho mercado.

**CUADRO II. PORCENTAJE DE VOLÚMENES DE TRANSACCIONES POR TÍTULOS**  
**(Años 1990 - 1998)**

Títulos/Detalles	% de Volumen de Transacciones								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Bonos Corporativos</i>	31.0	56.8	82.2	84.7	61.1	65.7	49.5	44.95	38.84
<i>Papel Comercial</i>	0.0	0.0	6.7	9.2	11.6	25.8	19.0	14.33	18.25
<b>Acciones</b>	<b>6.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>3.3</b>	<b>24.2</b>	<b>3.7</b>	<b>5.4</b>	<b>7.83</b>	<b>13.92</b>
<i>Papel del Estado</i>	40.5	36.0	5.6	2.8	3.1	2.1	18.8	21.59	7.19
<i>Otros</i>	22.3	5.1	4.3	0.0	0.0	2.7	7.3	11.30	21.8
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**Fuente:**

*Indice Bursátil*  
*Bolsa de Valores de Panamá en Cifras*  
*Ene-99*  
*Bolsa de Valores de Panamá, S.A.*

**c) Marco Jurídico**

La necesidad de una legislación en materia de títulos valores en Panamá se remonta a los primeros años de la década del sesenta, en la cual hubo algunos intentos por dictar una ley al respecto.

A partir del año 1966, con el advenimiento de los fondos mutuos internacionales y su venta en Panamá, se crearon las condiciones necesarias para el desarrollo de la legislación. Durante ésta época la venta de fondos mutuos en el país llegó a alcanzar proporciones elevadas de dinero y creó preocupación por la poca responsabilidad con que dichos fondos se vendían e invertían y por la erosión sustancial que esto producía al ahorro interno porque la mayor parte de ese capital era invertido en valores en el extranjero. Toda ésta situación creó la condición necesaria precipitante para la aprobación de una legislación.

El dieciséis de julio de 1970 mediante Decreto de Gabinete No. 247 el Gobierno Nacional crea la Comisión Nacional de Valores y se estableció que dicha institución funcionaría dentro del Ministerio de Comercio e Industrias y gozaría de personería jurídica, autonomía en su régimen y manejo interno y estaría sujeta a la vigilancia e inspección del Organo Ejecutivo y de la Contraloría General de la República.



La Comisión Nacional de Valores está integrada por representantes de los sectores más íntimamente relacionados con el mercado de valores. Además cuenta con una Directiva Ejecutiva la cual es la encargada de la implementación de las decisiones ó políticas adoptadas. El Director Ejecutivo preside dicha Dirección y cuenta con los servicios de asesoría económica, financiera y jurídica, además de los Departamentos de Auditoría, Fiscalización e Intermediarios y el de Emisión y Análisis.

Dentro de los lineamientos generales de la política económica nacional la Comisión Nacional de Valores tiene los siguientes objetivos:

- Vigilar y fiscalizar la emisión y venta de títulos valores al público de forma que se le brnden alternativas de inversión confiable y seria, tratando de evitar que no se produzcan operaciones fraudulentas en la compra y venta de valores y sancionar aquellas en que se perjudiquen los intereses del inversionista y por ende la imagen del país.
- Desarrollar el mercado de valores, con el fin de que la comunidad mercantil pueda recurrir a dichos mercados y obtener financiamiento adecuado.
- Ampliar la base de propiedad de las empresas de suerte que cada día más ciudadanos participen en inversiones de desarrollo.

Algunas de las funciones de la Comisión Nacional de Valores son:

- Autorización para vender valores al público.
- Registro voluntario de las empresas.
- Emisión de licencia de agentes vendedores de valores.
- Autorización para la creación de bolsas de valores.

Con el objetivo de promover las inversiones en el país, en 1972 fue reformado el Decreto de Gabinete No. 247 de julio de 1970, por el Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972, como principal reforma sobresale la introducción de incentivos fiscales que benefician a los inversionistas de las empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores.

En diciembre de 1977, se emitió el Decreto de Gabinete No. 45 con el fin de regular las ofertas de compras de valores que puedan conducir al control de ciertas empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores, quedando sujetas a éste Decreto, las empresas registradas en ésta Comisión, constituidas de acuerdo a las leyes de la República de Panamá, que tengan mil ó más accionistas, con oficinas y empleados de tiempo completo en Panamá y que tengan por lo menos un millón de Balboas de capital.

El treinta y uno de mayo de 1988 mediante Decreto No. 44 el gobierno autoriza la creación de bolsas de valores en la República y las mismas deben ser

aprobadas por la Comisión Nacional de Valores. Actualmente la gran mayoría de los títulos valores se negocian en la bolsa de valores debido a los incentivos fiscales establecidos en la Ley 31 de 30 de diciembre de 1991, la cual mediante modificación de los Artículos No. 44 y 44A del Decreto de Gabinete No.247 de 16 de julio de 1970 exonera del impuesto a éstos títulos.

## **B. JUSTIFICACIÓN**

### **1. Propósito de la Investigación**

Este proyecto se hizo para comprobar si una emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es una opción atractiva como fuente de obtención de fondos y de ser así analizar su impacto dentro de la empresa. Para esto se necesita conocer a fondo todo el procedimiento a seguir en una emisión y venta pública de acciones, requisitos, costos, ventajas, desventajas entre otros. Por supuesto también es de vital importancia hacer un análisis comparativo con otras fuentes de obtención de fondos como por ejemplo préstamos bancarios y conocer cómo se afectan las utilidades (rentabilidad) de las empresas, de manera tal que se pueda determinar si es realmente conveniente obtener fondos a través de la venta de acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

### **2. Planteamiento del Problema**

Antes de la década del setenta no existía en Panamá un mercado de capitales realmente establecido, ya que la actividad se llevaba a cabo de manera informal, esto era debido a que el Centro Bancario se encontraba en un momento de auge, lo cual sirvió para alimentar la necesidad de capital de las empresas. Debido a los altos niveles de endeudamiento externo y a un pobre desarrollo

económico el Centro Bancario se vio en la necesidad de hacer una reducción en sus ofertas de financiamiento y más recientemente por la pasada crisis política y económica que atravesó el país (1987-1989). Es en éste momento que el mercado de valores informal existente adquirió importancia como mercado de intermediación financiera, sin embargo se observa que a menos de una década de operación de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. solamente están inscritas y participan en el mercado de valores aproximadamente unas 132 empresas y de las cuales alrededor de un 26% incursionan en el mercado de acciones motivo por el cual es de vital importancia determinar y analizar por qué es tan bajo el porcentaje de participación de las empresas en dicho mercado accionario. Se hace necesario comprobar si el mercado de acciones comunes es realmente atractivo como una fuente de obtención de fondos para las empresas, además, analizar los efectos financieros de una emisión y venta pública de acciones comunes y establecer los costos y requisitos necesarios para emitir acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

Por otra parte podemos observar que éste mercado es relativamente nuevo, que la mayor parte de las empresas desconocen su forma de operar, que la mayoría de las empresas panameñas son pequeñas y de carácter familiar y que existen otras fuentes de obtención de fondos más conocidas y aceptadas en el mercado como lo son los préstamos bancarios. Se considera relevante dar a conocer toda la información existente y necesaria para que las empresas

conozcan todos los mecanismos a seguir en una emisión y venta pública de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. y establecer si la opción es realmente atractiva como fuente de obtención de fondos.

### **3. Objetivos de la Investigación**

Esta investigación tiene como propósito el logro de los siguientes objetivos:

#### **a) Objetivos Generales:**

- Dar a conocer el mercado de acciones comunes como fuente obtención de fondos.
- Comprobar si el mercado de acciones comunes es una buena alternativa como fuente de obtención de fondos.

#### **b) Objetivos Específicos:**

- Explicar cómo está compuesto el sistema financiero.
- Definir en qué consiste el mercado de acciones.
- Presentar la evolución del mercado de acciones en Panamá.
- Detallar el marco jurídico del mercado de acciones en Panamá.
- Definir qué son las acciones, clases, características, entre otros.

- Detallar los requisitos para una emisión y venta pública acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
- Establecer las ventajas y desventajas de una emisión y venta pública de acciones comunes en Panamá.
- Analizar y comparar el costo de una emisión de acciones comunes con otras fuentes de obtención de fondos.

#### **4. Aspectos Metodológicos:**

Para la realización de éste trabajo de investigación se determinó que el método a seguir es descriptivo y analítico.

Decimos que es descriptivo porque identifica elementos y características del tema en estudio, establece comportamientos concretos y descubre y comprueba asociación entre variables.

Y finalmente se concluye que es analítico porque se analizarán y presentarán resultados con sus recomendaciones y conclusiones.

#### **5. Descripción de los Capítulos**

En el Capítulo I, Introducción, se explica en qué consiste el Sistema Financiero y los mercados de los cuales está compuesto. Seguidamente se pasa

a hacer un esbozo de lo que es el mercado de acciones, su definición, surgimiento y evolución para seguidamente hablar del desarrollo del mismo en la República y detallar todos los aspectos legales que lo regulan. Y finalmente se concluye con la descripción del propósito de ésta investigación enumerando los objetivos que se pretenden alcanzar y los métodos que se utilizarán para la realización del mismo.

En el Segundo Capítulo, pasaremos a definir algunas generalidades de las acciones, como lo es su definición, características, su importancia y sus principios. Seguidamente hablaremos de las clases de acciones y de su valor. Posteriormente detallaremos los requisitos para emitir acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. y las ventajas y desventajas de una emisión de acciones.

El Capítulo Tercero, presenta la encuesta con el respectivo análisis de cada una de las variables las cuales se demuestran en gráficas individuales. La misma se presentó a seis empresas registradas en la Bolsa de Valores de Panamá, S. A. que han emitido acciones comunes.

El Capítulo Cuarto, se desarrolló sobre la base de un caso ficticio de una empresa que tiene necesidad de fondos para el desarrollo de un proyecto. Dicho caso se tomó como referencia para el análisis financiero de tres opciones



(préstamo bancario y emisión de bonos corporativos y acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.).

Finalmente presentamos las conclusiones y recomendaciones sobre la base de los resultados obtenidos en la encuesta y el análisis financiero del caso.

**CAPÍTULO SEGUNDO**  
**MERCADO ACCIONARIO**

## **A. ACCIONES**

### **1. GENERALIDADES**

#### **a) Definición**

El primer título valor que emite una sociedad anónima son las acciones y a la vez es él último en ser retirado. Este título valor representa una de las fracciones iguales en que se divide dicha sociedad y sirve para acreditar y transmitir su calidad y los derechos de propiedad. En caso que la sociedad quebrara los accionistas, dueños de las acciones, solo recobrarían lo que queda después de haber cancelado a todos los acreedores, además tienen un potencial ilimitado para el pago de dividendos los cuales proceden de la ganancia generada a través de sus ingresos. Pueden ser emitidas a la orden (nominativas) o al portador.

En el **Diccionario Durvan de la Lengua Española, (1965)**, se define una acción como cada una de las partes en que se considera dividido el capital de una compañía anónima, y, a veces, el que aportan los socios no colectivos a algunas comanditarias, que entonces se llaman comanditarias por acciones.

Esto indica que quien posee dicho documento participa en la propiedad de una sociedad y que tiene derechos y beneficios de acuerdo al monto, clase y cantidad de acciones que posea.

**Kohler, Eric, (1979)**, en su obra **Diccionario para Contadores** define a una acción como una de las partes iguales en que está dividida cada clase del capital social (o en acciones) de una compañía.

La Ley 32 de 26 de febrero de 1927 (ley que regula a las sociedades anónimas en la República de Panamá), especifica que todo certificado de acciones debe contener lo siguiente:

- Inscripción del Registro Unico del Contribuyente (RUC)
- El capital Social
- Cantidad de acciones que posee el tenedor
- Clase de acciones
- Si son totalmente pagadas o liberadas
- Si son nominativas, consignarse el nombre del accionista y
- El número del certificado de acción.

Las acciones constituyen una forma para la adquisición de fondos para las sociedades lo que les permite robustecer su capital.

**b) Características**

Entre algunas de las características de las acciones podemos mencionar las siguiente:

- Representa un derecho potencial de participación, lo que mide el grado de participación del accionista en el Capital Social de la empresa.
- Es indivisible, es decir, si existen varios copropietarios de un mismo certificado de acción, el mismo no admite ningún fraccionamiento.
- Es negociable, su enajenación se realiza a través de un acto jurídico que incluye su registro en el Libro de Acciones.
- Es un título privado ya que es emitido por particulares.
- Se origina del contrato de la sociedad, es decir, que su negocio fundamental es el acuerdo de voluntades.
- Es un título en serie puesto que son emitidas en un numero plural de documentos iguales entre sí. Diferentes en el nombre del titular, si son nominativas; o por él numero, si son al portador, es decir, pueden cambiarse fácilmente por otros títulos de la misma serie (fungibilidad).
- Es un título único, no admite los duplicados y las copias.

- Es imprescindible porque lleva implícito el goce de una posesión jurídica que no puede ser violada arbitrariamente.
- Incorpora derechos patrimoniales como el de la participación en los beneficios de la sociedad a través del dividendo.
- Incorpora derechos de intervención en la administración de la sociedad, como lo es el de elección, el de inspección y el de impugnación de los acuerdos o actos sociales.

#### **c) Importancia**

En las sociedades anónimas el concepto primordial es el de acción ya que ésta representa el derecho que tiene su poseedor sobre el patrimonio de dicha sociedad y por ende el de su perpetuidad.

Entonces decimos que los accionistas son la parte esencial de todas las sociedades anónimas ya que de acuerdo a la cantidad de acciones que posea cada accionista se determina la participación de las utilidades, en la administración y en la división del patrimonio.

#### **d) Principios**

Podemos decir que el concepto de acción está basado en tres principios fundamentales que son: fracción de capital, derecho de participación y título.

Fracción de capital se originó en la Edad Media con las corporaciones mineras alemanas llamadas **Gewerkschaften** cuyos aportes estaban divididos en cuotas iguales llamadas **Kux** que representaban una porción de su patrimonio, el cual podía ser traspasado como si fuera un título y la **Banca Di San Giorgio**, entidad financiera italiana que destacó en importancia, con la recaudación de los impuestos a nombre del Estado para la amortización de la deuda que había adquirido a nombre de la República de Génova. Este capital social fue dividido en cuotas designadas con el nombre de **luoghi**.

El derecho de participación incluye la opción de intervenir en los beneficios y el derecho de colaborar en la administración de la sociedad. El derecho de participación en los beneficios tiene su antecedente histórico con la **Commendas** en la Edad Media, la **Maone** y las **Campere** del siglo XVII. Las **Commendas** eran grupos comerciales, industriales y bancarios; los interesados podían asociarse e intervenir en determinadas empresas. De los aportes se obtenía un porcentaje equivalente al de los beneficios producidos. Las **Maone** estaban constituidas por agrupaciones de personas pudientes que por conducto del Estado aportaban sumas para cubrir los gastos de una expedición naval, orientadas a la toma de una colonia, para lograr la adquisición de ciertos beneficios encaminados a la extinción de su crédito, los cuales eran equivalentes a sus aportaciones. Las **Campere** nacen en la unificación de una deuda pública y otorgan a sus miembros ganancias sobre la base de sus aportaciones. Las empresas coloniales surgen con el deseo de explorar las riquezas del nuevo

mundo, y la primera en aparecer fue la Compañía Holandesa de Indias Orientales en 1602. En estas compañías existía un título de participación llamado **Aktie**, o sea, **Actio**, que establecía el derecho del accionista a la cuota sobre el patrimonio común y sobre el beneficio que produjera la empresa.

Sobre el derecho de participación en la administración en la administración no hay antecedente que señale la existencia de algún grupo organizado ante la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, la cual fue administrada por sus accionistas mayoritarios. En el Código Napoleónico de 1867 aparece la Asamblea General de Accionistas como órgano supremo que rige la sociedad y por ende la igualdad de derechos de todos los accionistas.

Hay antecedentes históricos que confirman el derecho a percibir los beneficios, correspondientes a los empréstitos de las ciudades italianas del siglo XV con la emisión de títulos. Las sumas obtenidas formaban parte de una caja única que fraccionada en partes iguales, se inscribía en el Registro Público. Los certificados se constituyeron en documentos confiables para reclamar las utilidades, aunque estas se podían percibir también a través de las inscripciones.



## **2. CLASES DE ACCIONES**

Existen muchas clases de acciones, todas ellas son variantes de dos clases principales: las acciones comunes, simples u ordinarias y las acciones preferentes o privilegiadas. Las acciones pueden ser emitidas con valor o sin valor nominal.

Las acciones con valor nominal son aquellas que expresan su valor en cifras de una forma clara, estas constituyen la regla en la emisión de acciones. Su valor debe estar expresado en dinero para poder determinar su participación en el capital de la sociedad.

Las acciones sin valor nominal son aquellas cuyo valor no se encuentra señalado en el título, sino que debe ser determinado mediante la realización de una serie de operaciones aritméticas detalladas en los estatutos, el pacto social y la ley, para poder establecer que parte representan del capital social.

### **a) Acciones Comunes**

Estas acciones otorgan a sus poseedores derechos y privilegios por su calidad de socios. Constituyen una fuente de captación de capital nuevo, para satisfacer las necesidades de expansión y cumplir las obligaciones de la empresa. También se conocen como acciones ordinarias o simples. Participan

en la distribución de las ganancias y son las ultimas en ser pagadas en caso de liquidación de la sociedad. Tienen derecho a voto en la Asamblea General de Accionistas y a elegir a los Directores de la sociedad, además tienen derecho preferente de subscripción en la emisión de nuevas acciones. Típicamente cada accionista tiene tantos votos como numero de acciones posea. El accionista común no recibe una cantidad determinada de los beneficios, sino todo lo que resta una vez que se ha pagado a los accionistas preferentes. En años buenos esto podría ser mucho y en los años malos poco o nada. Estas acciones son muy utilizadas dentro del mercado de capitales. El retorno esperado sobre acciones comunes no es tan fácilmente calculable como el de los bonos. Este retorno se compone de los dividendos recibidos más las ganancias ó pérdidas de capital que resulta de la venta de las acciones de capital al final de un periodo de tenencia. Desdichadamente, lo único observable de manera directa es el dividendo actual. El componente conformado por las ganancias de capital debe estimarse.

#### **b) Acciones Preferidas**

Estas acciones en su mayoría dan derechos a sus poseedores a una determinada cantidad de los beneficios de la sociedad, que deben pagarse antes de distribuir los dividendos de los accionistas ordinarios. Se conocen también como acciones privilegiadas. Cuando la sociedad tiene años malos en los cuales

no se genera ganancia, los accionistas preferidos aunque tienen prioridad sobre los beneficios, no tienen derecho alguno sobre la sociedad.

Existe una modalidad, la cual se creo para incentivar el mercado de este tipo de acciones, en la cual las acciones preferidas son acumulativas, es decir, que los dividendos se van acumulando cuando las utilidades son bajas o no hay y al momento de repartir dividendos se deben pagar los dividendos del año actual así como los de los años anteriores que no se pagaron. Estos accionistas generalmente no tienen derecho a voto ni a participar en los asuntos de la empresa. En algunos casos a opción de sus tenedores, las acciones preferidas pueden convertirse en acciones comunes, además tienen el privilegio de redención, readquisición y preferencia en la liquidación entre otros que deben ser expuestos claramente en los estados financieros y en el pacto social de la empresa.

Estas acciones pueden tener derecho a voto en circunstancias especiales tales como la venta de la sociedad, autorizar la emisión de nuevas acciones o bonos, entre otros. Tienen características similares a los bonos. Tienen valor a la par, pagan un dividendo fijo anual y se diferencian de los bonos en que sino cumplen con el pago no llevan a la empresa a la quiebra.

### **3. VALOR DE LAS ACCIONES**

El capital social de la empresa esta formado por la suma del valor nominal de todas las acciones emitidas, es decir, que las acciones tienen un valor nominal que expresa la fracción de capital que representa. Todas las acciones de una misma sociedad deben tener igual valor nominal. Este debe expresarse como una parte fraccionaria del capital social, en concepto de dinero. Representa la suma de aporte del socio, razón por la cual el monto de dicho aporte debe expresarse en dinero, aunque la misma consista en bienes de otra naturaleza.

La fijación del valor nominal de las acciones es libre, puesto que no existe limite alguno, ni máximo ni mínimo a ese valor, ya que lo único que se exige es que el valor nominal figure en los estatutos y en el título de la acción o sea que dicho valor es sometido a discreción de los fundadores de la sociedad.

El ordinal 4º. Del art. 2º. de la Ley 32 de 1927 establece que el capital de las sociedades anónimas debe dividirse en acciones, y que en el Pacto Social debe expresar el valor nominal de las mismas, además establece que dicho valor puede expresarse en moneda corriente del país o en moneda de oro legal de cualquier otro, o en ambas. En nuestro país las acciones sin valor nominal están reglamentadas por el Código de Comercio según la Ley 32 de 1927.

**a) Según Libros**

Todas las acciones poseen un valor según libros. Este valor no es mas que el valor que van adquiriendo las acciones conforme se van desarrollando sus operaciones. Este se obtiene dividiendo el patrimonio neto entre el número de acciones, y por ende éste varia según varíe el patrimonio. En caso de liquidación de la empresa, se toma como base el valor según libros de las acciones para determinar la participación de los accionistas en los bienes de la empresa.

**b) Según Mercado**

El valor de mercado se refiere al precio en que se compran o venden las acciones en el mercado de capitales. Para determinar el precio de mercado de las acciones existe un viejo dicho en Wall Street: una acción solamente vale lo que una persona esta dispuesta a pagar por ella, y existe algo de verdad en él ya que cuando un accionista desea vender las acciones que posee de una empresa no podrá venderlas sino por el precio que alguien desee pagar por ellas. Si la firma prospera y las perspectivas son excelentes, podría haber muchos inversionistas dispuestos a comprar acciones al precio que se pida por ellas ó tal vez uno más alto. Por otra parte si las perspectivas del negocio son desfavorables, podría ser difícil encontrar un comprador tal vez se necesite reducir el precio solicitado para poder atraer a los compradores. En ese momento sería solamente una situación de oferta y demanda.

Existen muchos factores que un inversionista tiene que considerar cuando calcula el valor de una acción tales como las ganancias acumuladas, situación patrimonial y financiera, perspectivas de las actividades de la empresa, coyuntura socioeconómica, factores políticos, sociológicos, entre otros.

En términos más generales el inversionista se encuentra más interesado en las perspectivas de ganancias, las expectativas de dividendos y la situación financiera debido a que el precio de la acción gira alrededor de éstos factores fundamentales. Normalmente se utilizan dos términos para evaluar las acciones estos son el Índice Precio/Utilidades (Price/Earning Ratio) y el Rendimiento en Dividendos (Dividend Yield).

- El Índice Precio Utilidad describe la relación entre el precio de la acción y las ganancias por acción y se calcula fácilmente dividiendo el precio de la acción por la cifra de ganancia de cada una de éstas. Ejemplo: Si el precio de una acción fuera B/.100.00 y las ganancias anuales B/.5.00, el Índice Precio Utilidad es B/.20.00. Aunque normalmente se considera como objetivo que éste sea bajo, es un error común suponer automáticamente que una acción que tiene uno bajo tiene un precio más atractivo que otra que tiene uno alto.

- El Rendimiento en Dividendos que normalmente se conoce como Rendimiento, representa el porcentaje de retorno anual que proporciona el dividendo. El Rendimiento de una acción se calcula dividiendo el dividendo anual en efectivo por acción, entre el precio de la acción. Ejemplo: Si una empresa paga a sus accionistas un dividendo anual en efectivo de B/.0.60 por acción y el precio de la acción fuera B/.30.00, el Retorno, o Rendimiento en Dividendos es 2%. Si el rendimiento que paga una acción es más bajo no necesariamente significa que es menos atractiva que otra que paga un rendimiento más alto ya es necesario considerar la probabilidad de que el dividendo se incremente en el futuro y otras como la proporción de las ganancias que reparte a los inversionistas como dividendo en efectivo.

Estos índices nunca permanecen constantes. El Índice P/U y Rendimiento en dividendos desciende cuando el precio de la acción crece y aumenta cuando el precio de la acción baja, además varían cuando las ganancias y los dividendos crecen o se reducen.

## **B. EMISIÓN Y VENTA PÚBLICA DE ACCIONES**

La emisión y de las acciones no es mas que el acto por medio del cual, la sociedad entrega un certificado de acción, a quien haya hecho algún aporte a favor de la misma.

Antes de la constitución definitiva de la sociedad no puede efectuarse una emisión de acciones porque es hasta entonces cuando la sociedad adquiere su personería jurídica la cual le otorga derechos y obligaciones. La sociedad debe efectuar la emisión dentro del plazo estipulado por la ley o por sus estatutos. Todos los socios tienen un derecho inalterable por la obtención de sus respectivas acciones, razón por la cual la sociedad no puede abstenerse de hacer la emisión de las mismas, el incumplimiento de tal deber da derecho al socio a recurrir a la vía judicial, para obtener de la sociedad su respectivo certificado y la correspondiente indemnización de daños y perjuicios.

Con relación a la venta publica de acciones a través de la B.V.P. se deben de cumplir una serie de procedimientos y requisitos ante la C.N.V. y la B.V.P., los cuales pueden facultar a cualquier sociedad para vender en el mercado sus nuevas emisiones de acciones como medio para la obtención de fondos ya sea para financiar objetivos definidos dentro de dicha sociedad.



**1. Requisitos para el Registro Voluntario de las empresas en la  
Comisión Nacional de Valores.**

El Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 en sus Reglamentos A y C establece los siguientes requisitos:

- Solicitud y poder del abogado que gestionara ante la Comisión Nacional de Valores en papel sellado. Debe incluir una lista de los documentos que se presentan.
- Copia de la Escritura Publica, contentiva del Pacto Social de la sociedad peticionaria y sus enmiendas debidamente inscritas en el Registro Publico.
- Dignatarios de la sociedad, el Representante Legal y el Capital Social Autorizado. Resolución de la Junta Directiva o del Organo competente de la sociedad que autoriza la solicitud.
- Copia de los Estados Financieros Auditados por un Contador Publico Autorizado Independiente del último año fiscal y de los dos años fiscales anteriores. Los Estados Financieros no podrán ser de más de cuatro meses con anterioridad de la fecha de la solicitud y en este caso podrán ser certificados por el Contador Público Autorizado de la empresa. Los Estados Financieros estarán al menos comprendidos por:

- Estado de Situación
  - Estado de Ganancias y Pérdidas
  - Estado de Capital
  - Estado de Ganancias Retenidas
  - Estados de Cambios en la Posición Financiera
  - Notas a los Estados Financieros
- 
- La sociedad peticionaria debe presentar, en documentos separados y con la firma del Representante Legal ó quien haya sido designado para tal fin, en cada una de las páginas, una descripción clara, completa y detallada de la información requerida en los numerales III, IV y VI del artículo No. 3 del Reglamento A, Decreto de Gabinete No. 10 de 9 de mayo de 1972.
  - Certificación del Representante Legal ó del Secretario de la sociedad en la cual conste que la sociedad posee por lo menos 25 accionistas desde su fundación ó tres años antes de la presentación de la solicitud y B/.100,000.00 de capital pagado, al momento de la solicitud de registro. Debe incluir el nombre de los accionistas y el capital pagado durante el último año fiscal. Las empresas que no tengan tres años de constituidas al momento de la solicitud deberán haber mantenido el mínimo de 25 accionistas, ininterrumpidamente, por lo menos desde los treinta días calendarios posteriores a su inscripción en el Registro Público.

- Cualquier otra información adicional que sea solicitada por la Comisión Nacional de Valores como derecho de registro.

NOTA: Toda documentación presentada con la solicitud debe venir en original y una copia lo suficientemente legible (Resolución # 25 de cinco de octubre de 1971) ó en su defecto en dos copias debidamente autenticadas.

## **2. Requisitos para el Registro de las Empresas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.**

Todas las empresas que deseen inscribirse en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., de manera tal que sus valores emitidos puedan ser listados y cotizados dentro de la misma, deben presentarse ante la Junta Directiva con la siguiente documentación:

- Solicitud escrita.
- Información general sobre la sociedad.
- Lista de Directores, Dignatarios y Ejecutivos principales de la sociedad.
- Datos biográficos de los Directores, Dignatarios y Ejecutivos principales de la sociedad.
- Estructura del Capital Social.

- Listados y fotocopia de los títulos de crédito y acciones que la sociedad tiene emitidos y en circulación y los nombres y firmas de las personas autorizadas para otorgar los mismos.
- Copia del Pacto Social, de los Estatutos y de sus respectivas reformas si las hubiera.
- Certificado del Registro Público haciendo constar la existencia de la sociedad y los nombres de sus Directores y Dignatarios.
- Resolución de la Junta Directiva ó de cualquier otro organismo competente autorizando la solicitud de la inscripción.
- Copia autenticada del registro de la empresa ante la Comisión Nacional de Valores cuando ello fuera el caso.
- Copia de los Estados Financieros debidamente certificados por un Contador Publico Autorizado Independiente de los tres últimos períodos fiscales.
- Lista de tres referencias bancarias y/o comerciales.
- Cheque por la suma de B/.250.00 (doscientos cincuenta Balboas con 00/100) para cubrir gastos de inscripción.

### **3. Requisitos para solicitar autorización de Oferta Pública de Acciones en la Comisión Nacional de Valores.**

La Ley 32 de 26 de febrero de 1927, sobre las sociedades anónimas, es la disposición legal que autoriza la creación de las acciones. La compra y venta de las mismas esta relacionada con el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 y la Ley 13 de marzo de 1917 se refiere a los documentos negociables.

Cuando a través de la Junta Directiva la sociedad anónima opta por la emisión de acciones como medio para la obtención de fondos con un fin específico se requiere cumplir con un proceso de acuerdo a un ordenamiento legal, el cual esta establecido en los Reglamentos A y C del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.

En éste Decreto se detalla claramente cada uno los documentos y requisitos exigidos para solicitar autorización de Oferta Pública de Valores (en éste caso acciones comunes) en la República de Panamá los cuales se detallan a continuación:

- Solicitud y Poder del Abogado que gestionará la autorización ante la Comisión Nacional de Valores en papel sellado. Esta solicitud debe incluir una lista de los documentos que se presentan.

- Copia del Pacto Social de la empresa con sus respectivas Enmiendas debidamente inscritas en el Registro Público.
- Certificado del Registro Público de fecha reciente.
- Resolución de la Junta Directiva u organismo competente de la sociedad que autorice la venta de las acciones, su número, precio, incluyendo toda posible deducción; nombre de las personas facultadas para refrendo y las modalidades que implique la oferta.
- El modelo de las acciones que se proponen vender, con todas las cláusulas e información que el título valor exija.
- Copia del Proyecto Prospecto Informativo que usara la sociedad, el cual debe ceñirse a las normas y reglamentos existentes en la Comisión Nacional de Valores para tal efecto y el cual es de valiosa información para los inversionistas que desean adquirir las acciones.
- Copia de los Estados Financieros Auditados por un Contador Publico Autorizado Independiente del ultimo periodo fiscal y el de los dos años fiscales inmediatamente anteriores. Estos no podrán ser de más de cuatro meses de anterioridad de la fecha de la solicitud y podrán ser certificados por el Contador Público Autorizado de la empresa. Los mismos deberán contener lo siguiente:
  - Estado de Situación

- Estado de Ganancias y Pérdidas
- Estado de Capital
- Estado de Ganancias Retenidas
- Estado de Cambios en la Posición Financiera
- Notas a los Estados Financieros
  - Flujo de Caja Proyectado, por el termino de vigencia de la emisión de las acciones ó hasta un máximo de 5 años.
  - Informe estimado de los principales gastos en que incurrirá la sociedad con relación a la Oferta Pública, detallando, hasta donde sea posible, los de registro, impuesto, impresión, publicidad, legales, contables y técnicos.
  - Lista o diagrama de todas las subsidiarias que en la sociedad peticionaria posea más del 20% de las acciones. Para cada subsidiaria indicar el país en el cual la sociedad ha sido organizada legalmente y el porcentaje de los valores con derecho a voto que la sociedad peticionaria posea ó la base de su control sobre cada una de las subsidiarias que incluyen en los Estados Financieros Consolidados.
  - Certificados de libertad de gravamen del Ministerio de Hacienda y Tesoro y del Registro Público sobre los bienes que representan la garantía de los valores, cuando se trate de una oferta pública de valores que representa endeudamiento por más de un periodo fiscal y se constituya garantía real.

- La sociedad deberá publicar en dos diarios de circulación nacional por una vez en días hábiles distintos, copia de los Estados Financieros Auditados que hubiere remitido a la Comisión Nacional de Valores, dentro de los treinta días después de presentados y remitir copia de las publicaciones a la Comisión Nacional de Valores, Art. 26 de Decreto de Gabinete No. 247 y Resolución No. 382-90).
- Telex, fax, teléfono y dirección de todas las personas y empresas relacionadas con la solicitud de la oferta pública de acciones.
- Cualesquiera otra información adicional que sea solicitada por la Comisión Nacional de Valores.

NOTA: Toda la información debe entregarse en original y una copia ó dos copias debidamente autenticadas. Los contratos ó acuerdos aprobados por la Comisión Nacional de Valores deben ser certificados por un Notario. en un plazo no mayor de treinta días después de ser aprobada la oferta pública, se deben presentar dos copias del Prospecto impreso a la Comisión Nacional de Valores. Los Estados Financieros y el Flujo de Caja presentados con la solicitud deben ser parte integral del Prospecto. Las páginas del Prospecto deben estar firmadas por el Representante Legal de la sociedad.



#### **4. Requisitos para al confección del Prospecto Informativo**

Para la confección del prospecto informativo, que todas las empresas deben confeccionar al hacer una emisión de acciones comunes, pueden tomar como referencia el instructivo creado para tal fin. El mismo detalla lo siguiente:

- Debe ser hecho en forma clara, concisa y comprensible sin utilizar palabras técnicas. La forma de presentación no debe ocultar ó eliminar información necesaria. Debe ser impreso a 10 puntos de imprenta y los estados financieros en por lo menos ocho puntos de imprenta.
- Se puede incluir información publicitaria.
- La portada debe incluir lo siguiente (Anexo No.1).
- Índice de la información presentada debe ser inmediatamente después de la portada.
- Descripción del Emisor y Negocio.
- Lista de las subsidiarias en que la sociedad posea más del 20% de las acciones.
- Si la sociedad tiene menos de tres años debe incluir nombre de los promotores, describir cualquier privilegio, beneficio ó retribución que haya recibido de la sociedad y determinar claramente si existen activos que la sociedad adquirió de los promotores.

- Características de la Emisión (Anexo No.2)
- Uso de los dineros recaudados.
- Plan de distribución de valores.
- Litigios legales pendientes.
- Factores de riesgo de la emisión.
- Información adicional de la oferta de acciones comunes ó preferidas.
- Información adicional (Anexo No.3)

## **5. Ventajas y Desventajas de una Emisión de Acciones Comunes**

Entre las ventajas podemos mencionar las siguientes:

- No tienen fecha de vencimiento.
- Las nuevas emisiones aumentan el crédito de la empresa, aumentan la capacidad para la utilización de deudas en el futuro y reducen el costo de la deuda.
- Se pueden cotizar a mejor precio que si se incurriera en deuda, en el caso de que los prospectos fueran brillantes.
- En épocas favorables, las empresas, buscan emitir acciones comunes para mantener la capacidad de reserva, lo que garantiza la solvencia en épocas conflictivas.

- El potencial de apreciación que tienen las acciones no lo tienen otros instrumentos.
- Las empresas no están obligadas a pagar los dividendos. Sólo lo hacen cuando obtienen utilidades y tienen suficiente liquidez. Cuando se retienen las utilidades el riesgo de las empresas baja y la misma es sujeto de crédito. En el caso de deuda a largo plazo, no se puede dejar de pagar los intereses.

Entre las desventajas podemos mencionar:

- Los costos de flotación son mayores que los de deuda.
- Los dividendos no son deducibles de impuestos y pueden no recibirse en el momento esperado.
- Las acciones comunes proporcionan a sus tenedores el derecho a voto, lo que incide en el poder de control, además se diluye la empresa.
- Los nuevos accionistas comparten con los antiguos, el ingreso de la empresa. Si afronta deuda los inversionistas siempre reciben un rendimiento fijo.
- Si el capital contable es mayor de lo necesario en la estructura óptima de capital, el promedio del costo de capital contable es más alto que su nivel óptimo.

**CAPÍTULO TERCERO**  
**RESULTADO Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA**

## **A. LA ENCUESTA**

Este capítulo está basado en la encuesta, la cual se forma con las diferentes variables y sus respectivos indicadores (Cuadro III). El modelo que se ha escogido para la encuesta de esta investigación esta basado en la Escala de Liker, en el cual cada encuestado tiene que elegir entre cinco posibles respuestas por cada una de las preguntas. Es formato se diseñó sobre la base a 10 variables escogidas por el investigador, con cada una de sus respectivos indicadores.

### **1. VARIABLES DE LA ENCUESTA**

#### **a) Empresa**

Se pretende conocer hasta que punto, al emitir una empresa nuevas acciones comunes como fuente de obtención de fondos, se afecta el control que tienen los actuales accionistas sobre la misma.

#### **b) Rentabilidad**

Se quiere conocer si una empresa obtiene mayor ó menor rentabilidad con una emisión de acciones comunes como fuente de obtención de fondos en lugar

CUADRO III. DEFINICIÓN DE VARIABLES E INDICADORES

VARIABLES		INDICADORES	
1	Empresa	01	Mantienen control
		11	Pierden poder
2	Rentabilidad	02	Satisfactoria
		12	Baja
3	Dividendos	03	Anuales
		13	Junta Directiva
4	Bolsa de Valores	04	Confiable
		14	No confiable
5	Costos	05	Aceptables
		15	Elevados
6	Riesgos	06	Alto
		16	Adecuado
7	Emisión de acciones	07	Objetivos
		17	Logros
8	Mercado de acciones	08	Desarrollado
		18	Estancado
9	Sociedades anónimas	09	Comerciales - servicios
		19	Industriales
0	Financiamiento	10	Acciones comunes
		20	Otras fuentes

FUENTE: Autor de la investigación

de otras alternativas de financiamiento como préstamos bancarios, bonos entre otros.

**c) Dividendo**

El objetivo primordial es determinar el impacto del pago de dividendos en la empresa contra el pago de intereses por bonos ó préstamos bancarios.

**d) Bolsa de Valores**

Se necesita comprobar si realmente es conveniente para las sociedades anónimas emitir acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., es decir, si se puede obtener un mayor beneficio por medio de este mecanismo.

**e) Costos**

El objetivo primordial de ésta variable es establecer todos los costos ó porcentaje de costos en que se incurre en una emisión de acciones comunes por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. con otras fuentes de financiamiento.

**f) Riesgos**

Se quiere conocer si las empresas tienen muchos riesgos al hacer emisiones de acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. y si estos son menores que los de otras fuentes de financiamiento.

**g) Emisión de Acciones**

Queremos determinar si los objetivos trazados a través de la emisión de acciones pueden ser alcanzados y cuál es el beneficio directo para la empresa.

**h) Mercado de Acciones**

Se quiere conocer hasta que punto se tiene conocimiento de este mercado y de ser así porque no se ha desarrollado.

**i) Sociedades Anónimas**

Básicamente se quiere saber que tipo de sociedades anónimas utilizan la emisión de acciones comunes como fuente de obtención de fondos dentro de sus empresas.



## **j) Financiamiento**

Pretendemos conocer cuáles son las fuentes de obtención de fondos más atractivas para las empresas.

## **B. APLICACIÓN DE LA ENCUESTA**

### **1. HIPÓTESIS**

De acuerdo a **Méndez, Carlos, (1995)**, en su obra **Metodología**, la hipótesis de trabajo es una formulación de preposiciones que evaluadas por la práctica, utiliza procedimientos rigurosamente establecidos. Se plantea con el propósito de llegar a explicar hechos ó fenómenos que caracterizan ó identifican el objeto de investigación.

Con la hipótesis descriptiva de éste trabajo de investigación se pretende conocer la influencia que ejercen las variables tales como: costos, riesgos, bolsa de valores, financiamiento, emisión de acciones, sociedades anónimas, rentabilidad, empresa, dividendo y mercado de acciones en la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S. A.

### **2. POBLACIÓN Y MUESTRA**

Actualmente están listadas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. 132 empresas, de la cuáles 34 participan en el mercado de acciones y sólo 24 han emitido acciones, lo que representa nuestra población. Seis de estas empresas

fueron encuestadas lo cual representa un 25% de la población del mercado de acciones como se demuestra a continuación:

$$n / N \cdot 100 = \%$$

(1)

En donde:

**n:** es la muestra

**N:** es la población

$$6 / 24 = 25\%$$

Entonces concluimos que la muestra es aleatoria, porque las empresas serán escogidas al azar, es representativa porque abarca un 25% del mercado y es confiable porque es una muestra de generalización.

### 3. RECOLECCIÓN DE DATOS

La recolección de datos se hará a través de una encuesta (Fig. 1), elaborada sobre la base de las variables y sus respectivos indicadores (Cuadro III, pág. 57).

Las preguntas se elaboraron de la forma más clara y precisa para poder así de esa forma obtener los mejores resultados posibles, de acuerdo a la realidad y para poder realizar el mejor análisis de cada una de las variables contempladas en el diseño del mismo.

El formulario para recolección de datos quedó así:

## FIGURA No.1

**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ**  
**FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**  
**VICE-RECTORIA DE INVESTIGACIÓN Y POST-GRADO**  
**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

En la encuesta que se presenta a continuación encontrará usted veinte (20) preguntas sobre algunos aspectos de su trabajo y su actitud con respecto a los mismos, con la finalidad de detectar, analizar y buscar soluciones a las posibles dificultades existentes

Para que esta encuesta se realice de una manera positiva y objetiva necesitamos que tenga un alto grado de espíritu de honestidad, así como también la mejor cooperación por parte de cada uno de ustedes.

### **INSTRUCCIONES:**

Lea cada una de las preguntas y decida que tan satisfecho se siente usted con relación a ese aspecto de su trabajo. Clasifique todas las preguntas de esta encuesta encerrado con lo que usted sienta. Luego proceda a calificarlo de acuerdo a la siguiente tabla.

- No.1** Encierre en círculo el número 1 cuando usted considere que la respuesta es **MUY MALA**, o sea, que no refleje lo que Ud. piensa que debe ser.
- No.2** Encierre en un círculo el número 2 cuando Ud. considere que la respuesta es **MALA**, o sea, cuando ese aspecto refleje cosas que usted piensa que no deben ser.
- No.3** Encierre en un círculo el número 3 cuando Ud. considere que la respuesta es **REGULAR**, o sea, cuando usted no se haya definido ni sentido satisfacción ó insatisfacción.
- No.4** Encierre en un círculo el número 4 cuando Ud. considere que la respuesta es **BUENA**, o sea cuando ese aspecto esta de acuerdo a lo que usted piensa que debe ser.
- No.5** Encierre en un círculo el número 5 cuando Ud. considere que la respuesta es **EXCELENTE**, o sea, cuando ese aspecto esta totalmente de acuerdo con lo que usted piensa que debe ser.

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es . . . . .	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue. . . . .	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son . . . . .	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones . . . . .	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados. . . . .	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo . . . . .	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad. . . . .	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado . . . . .	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevas acciones, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue . . . . .	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es . . . . .	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes . . . . .	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. . . . .	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes . . . . .	1	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento . . . . .	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participan en dicho mercado . . . . .	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen. . . . .	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes . . . . .	1	2	3	4	5

#### **4. TABULACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE RESULTADOS**

El Cuadro IV recoge la tabulación y concentración de resultados. Estos datos fueron tabulados cuidadosamente de manera de asegurar la exactitud e integridad de los mismos de acuerdo a las instrucciones indicadas en el instructivo de la encuesta (Fig.1, pág. 64), para lograr un mejor análisis sobre la base de cada variable que afecta directamente el tema en investigación.

Posteriormente, una vez clasificados los porcentajes, sobre la base de las respuestas (Anexo No.4), se procedió a elaborar un gráfica por cada una de las variables y seguidamente se hizo un análisis de cada variable de acuerdo a la pregunta realizada en nuestra encuesta con el objetivo de satisfacer interrogantes importantes en este estudio.

## CUADRO IV. CONCENTRACIÓN DE RESULTADOS

		M	Malo		1 y 2		E	Excelente		4 y 5			
		B	Bueno		3		O	Sin respuesta					

ÁREAS	No. de Preg.	Total de respuesta por pregunta				Puntajes				Totales			
						Clasificación de respuestas				Porcentajes			
		M	B	E	O	M	B	E	O	M	B	E	O
1 Empresa	01	0	3	3	0	2	4	5	1	17	33	42	8
	11	2	1	2	1								
	Total	2	4	5	1	12	12	12	12				
2 Rentabilidad	02	2	0	4	0	3	1	8	0	25	8	67	0
	12	1	1	4	0								
	Total	3	1	8	0	12	12	12	12				
3. Dividendos	03	3	0	2	1	5	0	5	2	42	0	42	17
	13	2	0	3	1								
	Total	5	0	5	2	12	12	12	12				
4 Bolsa de Valores	04	0	2	4	0	0	4	8	0	0	33	67	0
	14	0	2	4	0								
	Total	0	4	8	0	12	12	12	12				
5. Costos	05	0	2	4	0	3	3	6	0	25	25	50	0
	15	3	1	2	0								
	Total	3	3	6	0	12	12	12	12				
6. Riesgos	06	3	2	1	0	5	3	4	0	42	25	33	0
	16	2	1	3	0								
	Total	5	3	4	0	12	12	12	12				
7. Emisión de acciones	07	1	1	4	0	6	2	4	0	50	17	33	0
	17	5	1	0	0								
	Total	6	2	4	0	12	12	12	12				
8 Mercado de acciones	08	1	1	4	0	1	3	8	0	8	25	67	0
	18	0	2	4	0								
	Total	1	3	8	0	12	12	12	12				
9. Sociedades anónimas	09	0	1	5	0	2	2	8	0	17	17	67	0
	19	2	1	3	0								
	Total	2	2	8	0	12	12	12	12				
10. Financiamiento	10	0	4	2	0	4	4	4	0	33	33	33	0
	20	4	0	2	0								
	Total	4	4	4	0	12	12	12	12				

FUENTE

Confeccionado en base a la información obtenida en las Encuestas



## C. RESULTADOS POR ÁREAS

### 1. Variables de la Encuesta

#### a) Empresa

La Fig. 2 recoge la Gráfica de la Variable No.1, **EMPRESA**, en donde el 5/12 representa el 42% de la opción excelente, el 4/12, equivale el 33% de la opción bueno, el 2/12 que es el 17% de la opción malo y el 1/12 el 8% de la opción sin respuesta, esto nos indica que la mayor parte de las personas encuestadas opinaron que el control que tienen los viejos accionistas en su empresa después de una nueva emisión de acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S. A. es excelente, es decir, que una nueva emisión de acciones comunes no necesariamente influye negativamente en el control que mantienen los accionistas fundadores de la empresa y que los mismos pueden continuar con la toma de decisiones de la empresa.

#### b) Rentabilidad

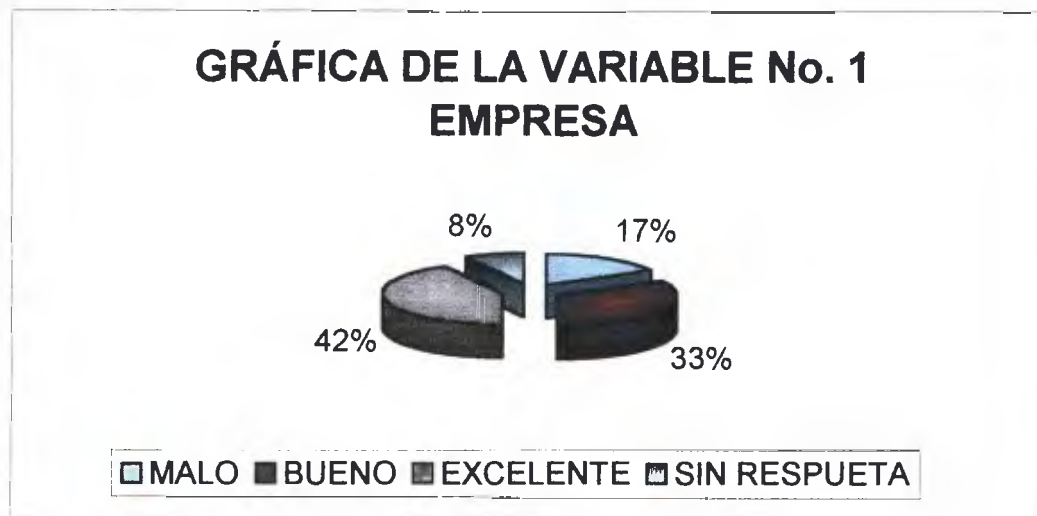
La Fig. 3 recoge la Gráfica de la Variable No.2, **RENTABILIDAD** en donde el 8/12 representa el 67% de la opción excelente, el 3/12, equivale al 25% de la opción malo, y el 1/12 el 8% de la opción bueno, esto nos indica que

la mayor parte de las personas encuestadas opinaron que la ganancia obtenida por acción después la nueva emisión de acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S. A. es excelente, es decir, que la rentabilidad generada por acción es aceptable.

### c) Dividendos

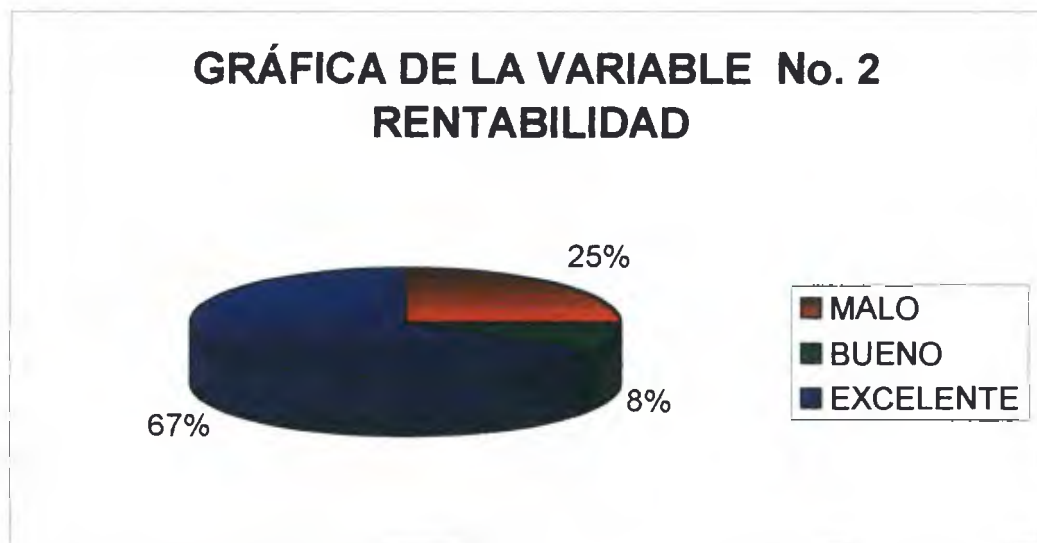
La Fig. 4 recoge la Gráfica de la Variable No. 3, **DIVIDENDOS**, en donde el 5/12 representa el 42% para las opciones excelente y malo respectivamente, y el 2/12 equivale al 17% de la opción sin respuesta, esto nos indica que la mayor parte de las personas encuestadas opinaron que los dividendos pagados sobre acciones comunes a sus accionistas fue para algunos excelentes y para otros malos, esto también se debe a que no todas las empresas encuestadas tienen como política el pago de dividendos anuales. Otros no opinaron (17%), ya que hasta la fecha su empresa no ha efectuado pago de dividendos, los tienen proyectados a largo plazo por el tipo de actividad que desarrollan la cual hasta la fecha no ha generado ingresos.

**FIG. 2**



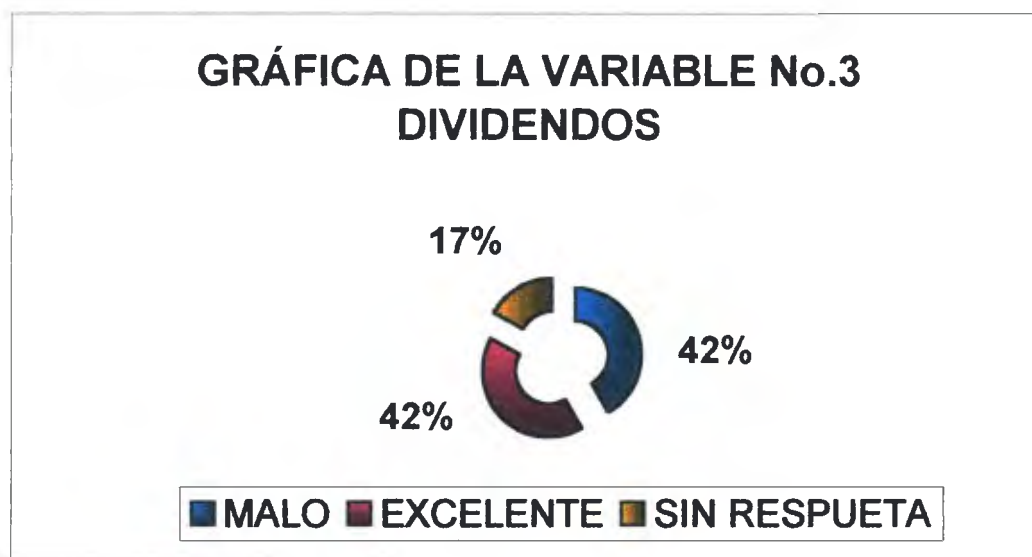
FUENTE: En base al Cuadro IV.

**FIG. 3**



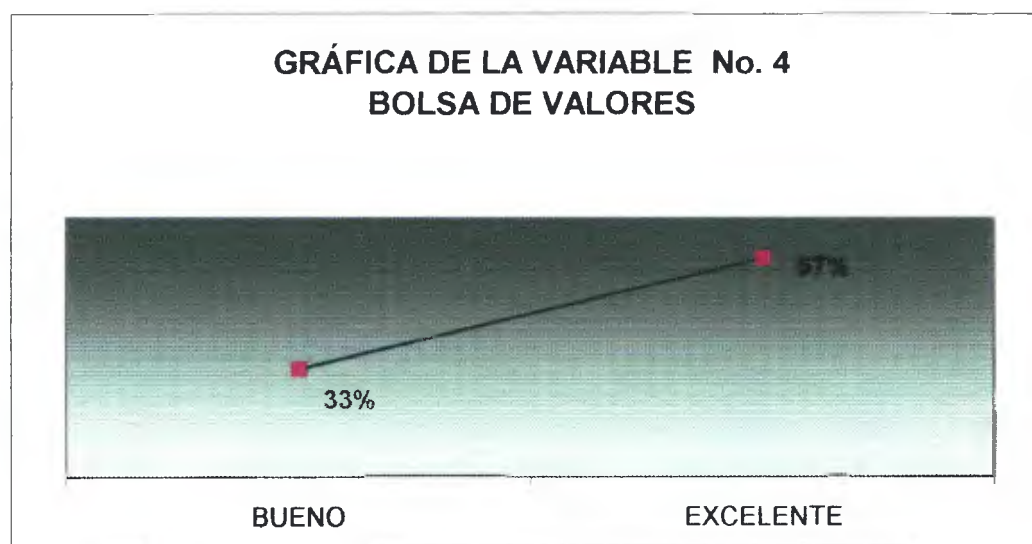
FUENTE: En base al Cuadro IV.

FIG. 4



FUENTE: En base al Cuadro IV.

FIG. 5



FUENTE: En base al Cuadro IV.

#### **d) Bolsa de Valores**

La Fig. 5 recoge la Gráfica de la Variable No.4, **BOLSA DE VALORES**, en donde el 8/12 que representa el 67% de la opción excelente, y el 4/12 corresponde al 33% de la opción bueno, esto refleja sin lugar a dudas, que la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer su emisión de acciones comunes ya que por medio de este mecanismo pueden obtener mayores y mejores beneficios.

#### **e) Costos**

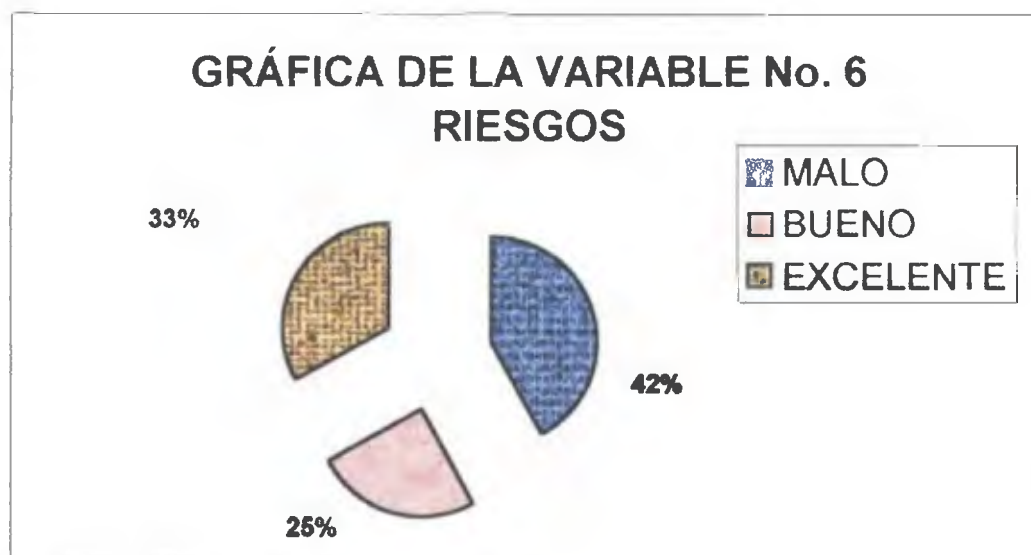
La Fig. 6 recoge la Gráfica de la Variable No.5, **COSTOS**, en donde el 6/12 representa el 50% de la opción excelente, y el 3/12 corresponde al 25% de las opciones bueno y malo respectivamente, con esto podemos interpretar que la mitad de los encuestados opinan que los costos de una emisión de acciones a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para sus empresas y que incluso estos costos son más bajos que los de otras fuentes de obtención de fondos del mercado.

FIG. 6



FUENTE: En base al Cuadro IV.

FIG. 7



FUENTE: En base al Cuadro IV.

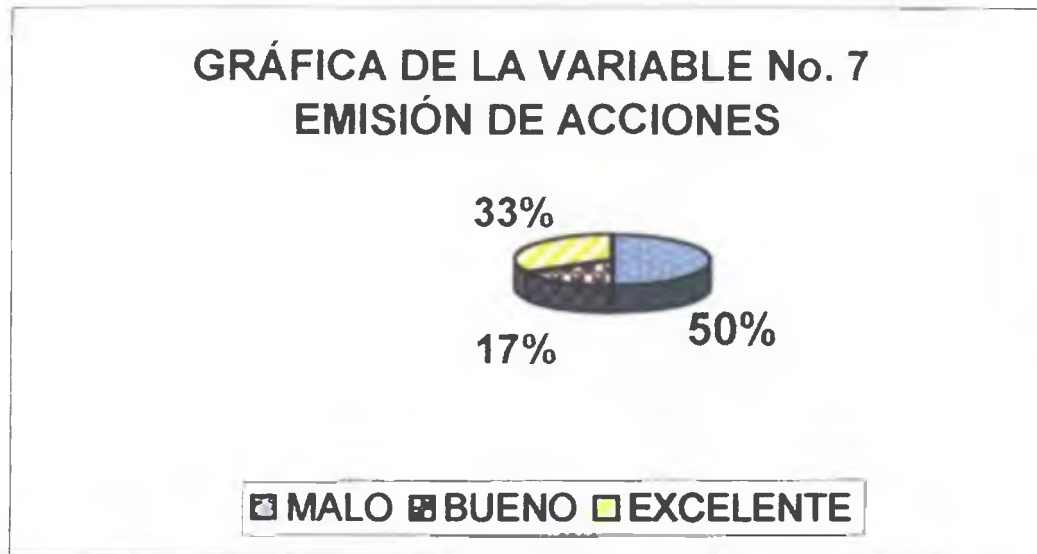
#### **f) Riesgos**

La Fig. 7 recoge la Gráfica de la Variable No. 6, **RIESGOS**, en donde el 5/12 representa el 42% de la opción malo, el 4/12 corresponde al 33% de la opción excelente y el 3/12 equivale al 25% de la opción bueno, con este resultado se observa que la mayor parte de los encuestados opinan que de una emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. no representa demasiados riesgos para las empresas y que los mismos pueden considerarse riesgos normales así como los de cualquier fuente de financiamiento.

#### **g) Emisión de Acciones**

La Fig. 8 recoge la Gráfica de la Variable No. 7, **EMISIÓN DE ACCIONES**, en donde el 6/12 representa el 50% de la opción malo, el 4/12 corresponde al 33% de la opción excelente y el 2/12 equivale al 17% de la opción bueno, esto indica que la mayor parte de los encuestados opinan que la emisión de acciones comunes que hizo su empresa a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. les permitió alcanzar los objetivos deseados y que la misma ha sido una de las mejores decisiones tomadas en su empresa.

FIG. 8



FUENTE: En base al Cuadro IV.

FIG. 9



FUENTE: En base al Cuadro IV.



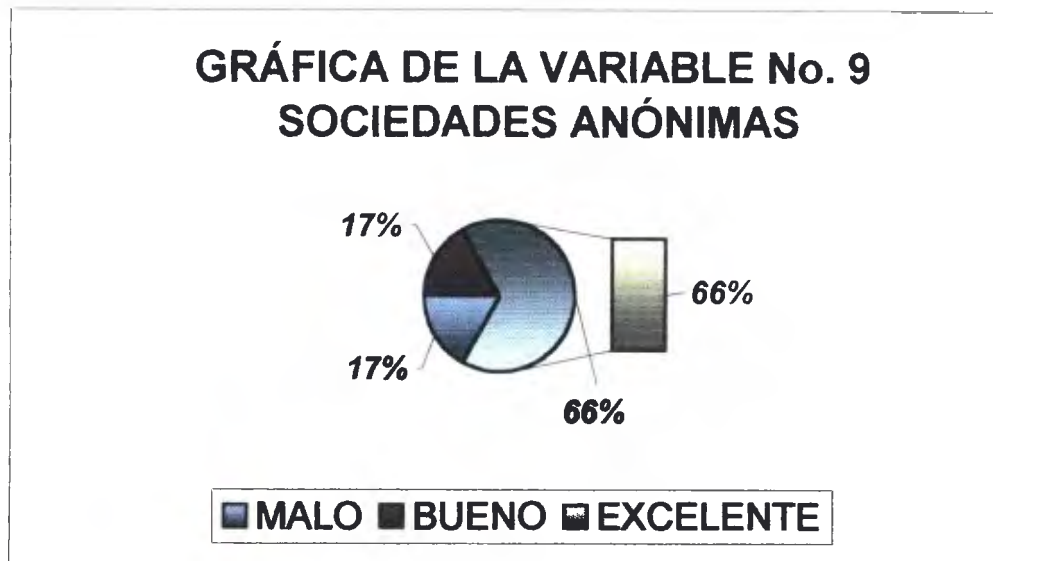
#### **h) Mercado de Acciones**

La Fig. 9 recoge la Gráfica de la Variable No. 8, **MERCADO DE ACCIONES**, en donde el 8/12 representa el 67% de la opción excelente, el 3/12 corresponde al 25% de la opción bueno y el 1/12 equivale al 8% de la opción malo, esto indica que la mayor parte de los encuestados opinan que el mercado de acciones en Panamá no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos y requisitos legales para participar en el mismo.

#### **i) Sociedades Anónimas**

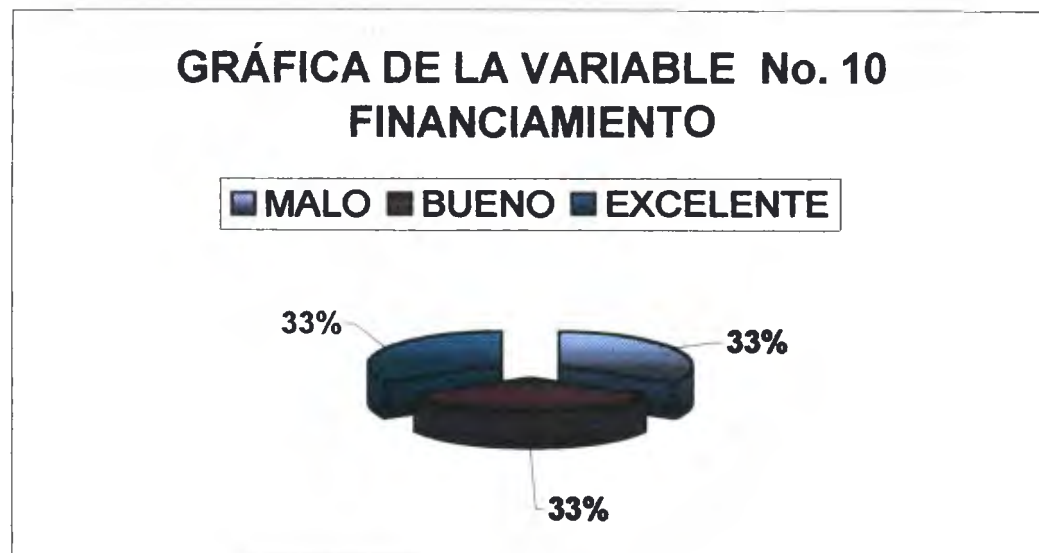
La Fig. 10 recoge la Gráfica de la Variable No.9, **SOCIEDADES ANÓNIMAS**, en donde el 8/12 representa el 67% de la opción excelente, y el 2/12 corresponde al 17% de las opciones bueno y malo respectivamente, esto indica que la mayor parte de los encuestados opinan que la mayor parte de las sociedades anónimas que incursionan en este mercado son empresas con bases bien sólidas dentro del tipo de actividad que desarrollan y que muchas de ellas son empresas básicamente industriales.

FIG.10



FUENTE: En base al Cuadro IV.

FIG.11



FUENTE: En base al Cuadro IV.

## j) **Financiamiento**

La Fig. 11 recoge la Gráfica de la Variable No. 10, **FINANCIAMIENTO**, en donde el 4/12 representa el 33% de las opciones excelente, bueno y malo respectivamente, esto indica que todos los encuestados opinaron en la misma proporción con relación a esta variable lo cual no nos permite obtener una conclusión con relación a cuál de las tres opciones presentadas (emisión de acciones comunes, bonos y préstamos bancarios) es la mejor como fuente de financiamiento para las empresas en Panamá.

**CAPÍTULO CUARTO**  
**FUENTES DE OBTENCIÓN DE FONDOS**

## **A. CASO CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.**

Este Caso es ficticio el mismo fue creado básicamente como modelo para el análisis de tres posibles fuentes de obtención de fondos (emisión de acciones comunes y bonos a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. y un préstamo bancario), de manera tal de poder determinar si la emisión de acciones comunes es la mejor alternativa como fuente de obtención de fondos para la misma. En la elaboración del caso se tomaron, como referencia, algunos datos reales de la industria plasmados en el Prospecto Informativo de la Empresa Golden Forest, S.A., la cual es una empresa debidamente inscrita en la República de Panamá.

### **1. ANÁLISIS DEL ENTORNO**

#### **a) Político**

Actualmente el país se encuentra en un proceso de cambio democrático, ya que estamos en período de elecciones presidenciales, sin embargo, se ha demostrado a nivel mundial, después de pasada crisis política que atravesó el país, que los panameños han tomado conciencia y valoran los principios democráticos, motivo por el cual se proyecta que el futuro político de Panamá es muy favorable, independientemente de cual sea la fuerza política vencedora en estas elecciones, lo que ofrece estabilidad a todos los inversionistas locales y extranjeros.

**b) Económico**

Actualmente el país presenta una mejoría relativa en sus condiciones económicas.

**2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA**

A nivel mundial, se estima que dentro de poco tiempo la madera será uno de los recursos más escasos y valiosos, ya que no se dispone de un sustituto apropiado para ciertos usos y consumos fundamentales del mundo moderno.

Expertos en el tema aseguran que la escasez de este producto repercutiría drásticamente en las economías de muchos países. Mundialmente se están tomando todas las medidas necesarias para evitar una crisis por el efecto negativo de la deforestación. Incluso las leyes cada vez son mucho más estrictas a fin de terminar con la tala indiscriminada de los bosques naturales. Dentro de algunos años la Comunidad Europea y posiblemente otras potencias importarán madera que haya sido producida sólo por la industria de la reforestación.

La Industria de la Reforestación en nuestro país es relativamente nueva. La misma ha empezado a desarrollarse a raíz de la devastación de nuestros

bosques naturales en las últimas décadas y de estudios técnicos que demuestran que de continuar con ese ritmo de devastación tendríamos consecuencias catastróficas para nuestro medio ambiente y sobre todo para la cuenca hidrográfica del Canal de Panamá. El gobierno nacional, a través del Instituto de Recursos Naturales Renovables, está llevando a cabo una loable labor para promover y realizar actividades de reforestación y protección de los bosques naturales a lo largo de toda la República. Además en el año de 1992 promulgó la Ley No.24 de 23 de noviembre mediante la cual el gobierno otorga beneficios fiscales y de otra índole a las personas jurídicas y naturales que se dediquen a la reforestación.

Normalmente la demanda de productos forestales en el país ha sido abastecida en su mayoría con productos nacionales, solamente un mínimo porcentaje es importado. Sin embargo, esta situación podría llegar a su etapa final de no tomar las medidas correctivas apropiadas para salvar la industria.

### **3. ANÁLISIS DE LA EMPRESA**

#### **a) Antecedentes**

Corporación Milenium, S. A. fue fundada el 6 de agosto de 1998 por un grupo de inversionistas, los cuales tienen como objetivo desarrollar un proyecto de reforestación en la República de Panamá con el fin de suplir el mercado nacional e internacional de madera reforestada y contribuir a la disminución de devastación de nuestros bosques tropicales. Este proyecto se concibió en el año de 1996 pero no fue hasta 1998 que pudo hacerse realidad. En 1997 se logró obtener la Certificación No. RF-163-97 de la Dirección Nacional de Administración Forestal del Instituto Nacional de Recursos Naturales Renovables la cual certificó a la Corporación Milenium como una empresa inscrita en el Registro Forestal.

El proyecto Milenium está ubicado en la comunidad de La Pintada, Provincia de Coclé. La primera etapa del mismo se hizo sobre un globo de terreno de 400 hectáreas localizadas con un costo de B/.900,000.00.

La Junta Directiva de Corporación Milenium, S.A. está compuesta por empresarios reconocidos de nuestro país, además cuenta con un excelente grupo de profesionales los cuales están relacionados a la industria de la reforestación, a la comercialización de la madera y sus servicios afines.



Este proyecto solamente sembrará plántones de Teca y Caoba Africana, ya que las características del suelo y clima en donde está ubicado el mismo, permite el desarrollo abundante de ambas especies.

La Caoba Africana es una especie originaria del Continente Africano y alcanza hasta una altura de 35 metros con 1 metro de diámetro. Por su calidad y durabilidad se utiliza en ebanistería y en la decoración de interiores. La Teca proviene de la India y de países localizados en el sur de Asia y puede crecer hasta 30 metros de altura con 1 metro de diámetro. La Teca es una de las maderas más valiosas en el mercado nacional e internacional y se utiliza para la confección de muebles, pisos, y en la construcción de barcos.

#### **b) Situación Actual**

Actualmente se realiza la primera etapa del proyecto, la cual consiste en la siembra de los plántones, la misma se inició en el mes de septiembre de 1998 y está programada su terminación para el mes de julio de 1999. La siembra de plántones se distribuyó de la siguiente forma:

**Cuadro V. SIEMBRA DE PLANTONES POR ESPECIE**

.....		
ESPECIE	HECTÁREAS SEMBRADAS	PORCENTAJE
.....		
Teca	215	55%
Caoba Africana	<u>175</u>	<u>45%</u>
TOTAL	390	100%
.....		

Fuente: Autor de la Investigación.

En esta primera etapa también se incluyen las aplicaciones de podas, de desmalezamientos y de riego. La segunda etapa se iniciará a finales de 1999 y la misma se desarrollará hasta el año 2018, ésta comprende el mantenimiento de las plantaciones la cual incluye controles y asistencia técnica y cuando la misma culmine ya la plantación habrá alcanzado su desarrollo y podrá ser comercializada en su totalidad.

Para la realización de ambas etapas la Corporación cuenta con un personal con 125 empleados los cuales laboran en tres turnos diarios y los mismos no pertenecen a ningún sindicato. Además cuentan con cierto grado de capacitación con relación a las tareas de reforestación.

En ambas etapas el proyecto conlleva dos tipos de riesgos: los inherentes a la naturaleza, tales como incendios, enfermedades, plagas y la fauna; y los relativos a la comercialización del producto final, como lo es una disminución en el precio local e internacional de la madera de las especies en desarrollo. Todos estos riesgos están siendo constantemente revisados por los administradores del proyecto, los cuales toman las medidas de prevención adecuadas a fin de reducir al mínimo posible los mismos.

#### **4. Estados Financieros**

Debido a que este proyecto es la primera actividad que realiza la Corporación Milenium, S.A. no existe un historial de información financiera de la empresa. Los inversionistas iniciales dieron un aporte a capital de B/.1,500,000.00 y desean mantener el control accionario ya que de ésta manera podrán velar directamente por el desarrollo eficaz y completo del proyecto. A continuación presentamos los Estados Financieros Auditados de Corporación Milenium, S.A. al 31 de diciembre de 1998.

##### **a) Balance General**

Este informe refleja la condición financiera de la empresa al 31 de diciembre de 1998:

**CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.**  
**BALANCE GENERAL**  
**Al 31 de Diciembre de 1998**  
**(En Balboas)**

**ACTIVOS**

**Activo Corriente:**

<b>Caja Menuda</b>	<b>2,500</b>	
<b>Banco DISA</b>	<b><u>66,259</u></b>	
<b>Total Activo Corriente</b>	<b><u>68,759</u></b>	<b>4%</b>

**Inversión en cultivo de plantaciones maderables:**

<b>Terreno</b>	<b>900,000</b>	
<b>Costos Acumulados de Reforestación</b>	<b>534,568</b>	
<b>Equipo Agrícola</b>	<b>21,297</b>	
<b>Depreciación acumulada Equipo Agrícola</b>	<b>(887)</b>	
<b>Otros Activos</b>	<b>5,075</b>	
<b>Depreciación Acumulada Otros Activos</b>	<b><u>(211)</u></b>	
<b>Total Inversión en cultivo de Plantaciones</b>	<b><u>1,459,842</u></b>	<b>96%</b>

<b>Total Activos</b>	<b><u>1,528,601</u></b>	<b>100%</b>
----------------------	-------------------------	-------------

**PASIVOS**

**Pasivo Corriente:**

<b>Documentos y cuentas por pagar</b>	<b><u>36,957</u></b>	
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b><u>36,957</u></b>	
<b>Total Pasivo</b>	<b><u>36,957</u></b>	<b>2%</b>

**CAPITAL****Inversión de los accionistas:****Capital Pagado**

<b>5,000 acciones comunes nominativas sin valor nominal. Emitidas y en circulación 3,000 acciones comunes al valor asignado</b>	<b>1,500,000</b>	<b>98%</b>
<b>Déficit Acumulado</b>	<b><u>(8,356)</u></b>	
<b>Total Inversión de los Accionistas</b>	<b><u>1,491,644</u></b>	
<b>Total Pasivos e Inversión</b>	<b><u>1,528,601</u></b>	<b>100%</b>

**b) Estado de Resultados y Déficit Acumulado**

El Estado de Resultados detalla el progreso financiero de la empresa. A la fecha Corporación Milenium, S.A. no ha generado ningún ingreso y no generará ingresos durante los próximos diez años. Y el de Déficit Acumulado detalla la pérdida acumulada a la fecha del informe. A continuación presentamos ambos al 31 de diciembre de 1998:

**CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.**  
**ESTADO DE RESULTADOS Y DÉFICIT ACUMULADO**  
**Del 1 de Agosto al 31 de Diciembre de 1998**  
**(En Balboas)**

<b>Ingresos:</b>	<b>0</b>
<b>Gastos de Operación:</b>	
<b>Administrativos</b>	<b>7,500</b>
<b>Generales</b>	<b><u>1,356</u></b>
<b>Pérdida Neta</b>	<b><u>(8,356)</u></b>
 <b>Déficit Acumulado, al inicio del período</b>	 <b>0</b>
<b>Déficit Acumulado, al final del período</b>	<b><u>(8,356)</u></b>

**c) Estado de Flujos de Efectivo**

El Estado de Flujos de Efectivo detalla los ingresos y gastos en efectivo además proporciona información acerca de todas las actividades de inversión y de financiación de la empresa.

**CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.**  
**ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO**  
**Del 1 de Agosto al 31 de diciembre de 1998**  
**(En Balboas)**

<b>Flujos de efectivo por actividades de operación:</b>	
<b>Pérdida Neta</b>	<b>(8,356)</b>
<b>Depreciación</b>	<b>1,098</b>
<b>Flujos de Efectivo por actividades de operación:</b>	
<b>Costos acumulados de reforestación</b>	<b>(534,568)</b>
<b>Documentos y cuentas por pagar</b>	<b><u>36,957</u></b>
<b>Efectivo Neto Utilizado en las actividades de Operación</b>	<b><u>(504,869)</u></b>
<b>Flujos de Efectivo por actividades de inversión:</b>	
<b>Adquisición de activo fijo</b>	<b><u>(926,372)</u></b>
<b>Efectivo Neto Utilizado en las actividades de Inversión</b>	<b><u>(926,372)</u></b>
<b>Flujos de Efectivo por actividades de financiamiento:</b>	
<b>Acciones Emitidas</b>	<b><u>1,500,000</u></b>
<b>Aumento Neto de Efectivo</b>	<b>68,759</b>
<b>Efectivo al inicio del período</b>	<b><u>0</u></b>
<b>Efectivo al final del período</b>	<b><u>68,759</u></b>

## 5. PROYECCIONES FINANCIERAS

El proyecto que desarrolla Corporación Milenium es un proyecto forestal el cual consiste en plantaciones de Teca (*Tectona Grandis*) y Caoba Africana (*Khana Senegalensis*). El período de culminación del proyecto hasta su explotación comercial es de veinte años. Estas plantaciones se cultivan en una superficie de 390 hectáreas y la población aproximada de árboles maderables tiene una edad promedio de cinco años. La población total esta compuesta por aproximadamente 1,100 árboles por hectárea de los cuales 236,500 son árboles de Teca y 192,500 de Caoba Africana. Corporación Milenium desarrolló proyecciones de ventas muy conservadoras. Los ingresos del proyecto se estimaron sobre la base de la tendencia en los precios durante las dos últimas décadas las cuales permiten calcular los siguientes precios:

**CUADRO VI. PROYECCIONES EN EL PRECIO DE VENTA**

<b>AÑO</b>	<b>B/. x Pie</b>	<b>B/. x Metro Cúbico</b>
1998	0.78	331.00
2003	0.90	382.00
2008	1.04	441.00
2013	1.21	513.00
2018	1.40	594.00

Fuente: Autor de la Investigación.



Se programaron hacer tres raleos distribuidos en los años 2,003, 2,008 y 2,013 de manera tal que al final de la cosecha haya un aproximado de 400 árboles por hectárea.

Debido a que estas especies producen durámen desde muy jóvenes, los raleos puede producir ingresos que compensen algunos costos. A partir del raleo del décimo año, los árboles a ralear generarán un rendimiento de aproximadamente el 25% de su volumen total. Los ingresos estimados por estos raleos son los siguientes:

**CUADRO VII. RENDIMIENTO EN RALEOS**

Año	Arboles Teca	Arboles Caoba	Rendimiento
2,003	100	100	0
2,008	250	250	25%
2,013	350	350	25%

Fuente: Autor de la Investigación.

Finalmente tenemos el ingreso del valor potencial de las fincas en el año 20, las cuales tiene un valor estimado de B/.5,500,000.00. Las proyecciones de ingresos, gastos de administración y gastos del proyecto para los años 1999-2018. (Anexo No. 5)

**a) Flujo de Caja Proyectado**

El Flujo de Caja Proyectado de Corporación Milenium, S.A. (Cuadro VIII), demuestra claramente la necesidad de efectivo que tiene la empresa para poder realizar la segunda etapa del proyecto. En esta proyección se tomó como base los parámetros de costos y precios señalados anteriormente. Los Directores decidieron analizar tres alternativas de obtención de fondos en el mercado: préstamos bancarios y emisión de bonos y acciones comunes en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

En el Análisis de Rentabilidad del Proyecto (Cuadro IX.), se tomó como referencia los ingresos y egresos proyectados anteriormente. Este demuestra que el proyecto con sus flujos normales es rentable. La tasa máxima que soporta es 16.5% para no producir pérdidas, la cual se refleja con el indicador financiero Tasa Interna de Retorno (TIR), mediante el cual se igualan a valor presente los ingresos y egresos del mismo. El parámetro financiero Valor Actual Neto (VAN) indica que el mismo puede aceptarse ya el valor descontado de los flujos de ingresos menos el valor descontado de los flujos de egresos puede soportar hasta una tasa del 16.5% con un valor de B/. 130,700.00.

# CUADRO VIII. FLUJO DE CAJA PROYECTADO

CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.											
EN BALBOAS											
AÑOS	ENTRADAS			TOTAL ENTRADAS	SALIDAS			TOTAL EGRESOS	FLUJO NETO	CAJA MINIMA	NECESIDAD DE EFECTIVO
	ACCIONES	EXPLOT.	VTA. ACT.		INV. y CTAS. PAGAR	ADMON.	PROYECTO				
1998	1,500,000			1,500,000	-889,415	-7,258	-534,568	-1,431,241	68,759	-5,000	18,759
1999					-66,957	-26,568	-421,487	-515,012	-515,012		-496,253
2000					-26,500	-26,568	-290,670	-343,738	-343,738		-839,991
2001						-26,568	-102,575	-129,143	-129,143		-96,134
2002						-26,568	-98,873	-125,441	-125,441		-1,094,575
2003						-27,896	-147,398	-175,294	-175,294		-1,269,869
2004						-27,896	-98,726	-126,622	-126,622		-1,396,491
2005						-27,896	-97,537	-125,433	-125,433		-1,521,924
2006						-27,896	-98,265	-126,161	-126,161		-1,648,085
2007						-27,896	-98,891	-126,787	-126,787		-1,774,872
2008		1,985,236		1,985,236		-29,290	-163,725	-193,015	1,792,221		17,349
2009						-29,290	-96,689	-125,979	-125,979		-108,630
2010						-29,290	-94,843	-124,133	-124,133		-232,763
2011						-29,290	-89,325	-118,615	-118,615		-351,378
2012						-29,290	-92,015	-121,305	-121,305		-472,683
2013		3,689,325		3,689,325		-30,754	-149,665	-180,419	3,508,906		3,036,223
2014						-30,754	-91,128	-121,882	-121,882		2,914,341
2015						-30,754	-87,474	-118,228	-118,228		2,796,113
2016						-30,754	-92,063	-122,817	-122,817		2,673,296
2017						-30,754	-94,156	-124,910	-124,910		2,548,386
2018		36,987,564	5,500,000	42,487,564		-30,754	-90,871	-121,625	42,365,939		44,914,325
TOTALES	1,500,000	42,662,125	5,500,000	49,662,125	-982,872	-583,984	-3,130,944	-4,697,800	44,964,325		

FUENTE: Autor de la Investigación

CUADRO IX. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL PROYECTO

CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.																					
EN MILES DE BALBOAS																					
DETALLE	AÑOS																				TOTALES
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
<b>INGRESOS</b>																					
Explotación											1,955.2					3,689.3					36,987.6
Venta Activos																					5,500.0
<b>GASTOS</b>																					
Administración	7.5	22.5	22.5	22.5	22.5	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	495.5
Generales	0.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	88.4
Depreciación	0.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6										25.1
Utilidad ó pérdida	-8.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	1,954.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	42,456.9
MAS Depreciación	0.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6										25.1
FLUJOS DEL PROY	-8.3	-26.6	-26.6	-26.6	-26.6	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	1,956.0	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	42,456.9
<b>INVERSIONES</b>																					
Fincas	-900.0																				-900.0
Equipo	-26.4																				-26.4
Reforestación	-534.5	-421.4	-290.6	-102.5	-98.8	-147.4	-98.7	-97.5	-98.2	-98.9	-163.7	-96.6	-94.8	-89.3	-92.0	-149.6	-91.1	-87.4	-92.1	-94.1	-3,130.0
FLUJOS DEL PROY	1,459.2	-448.0	-317.2	-129.1	-125.4	-175.2	-126.5	-125.3	-126.0	-126.7	1,792.3	-125.8	-124.0	-118.5	-121.2	3,509.0	-121.8	-118.1	-122.8	-124.8	42,366.1
<b>VAN</b>	4,461.8	706.3	130.7																		
<b>TIR</b>	17%	17%	17%																		
<b>TASA CORTE</b>	10%	15%	16.5%																		

FUENTE

Autor de la Investigación:

**b) Préstamos Bancarios**

Para empresas que se dedican a la industria de la reforestación actualmente se otorgan préstamos con plazo de vencimiento de 5 años a una tasa del 7% anual. La comisión por cierre es del 1%. Con base a ésta información se hizo una proyección de los préstamos necesarios para operar y también el cálculo del pago de los intereses y amortizaciones de los mismos. Además se proyectaron los nuevos flujos del proyecto, (Anexo No.6). Con éstos nuevos parámetros se hizo un nuevo análisis de rentabilidad del proyecto (Cuadro X.), donde se demuestra que el proyecto con éste tipo de financiamiento sigue siendo rentable.

Además se demuestra que el proyecto con sus nuevos flujos puede soportar una tasa máxima de 13% para no producir pérdidas. El Valor Actual Neto de los flujos (VAN) indica que el mismo puede aceptarse ya el valor descontado de los flujos de ingresos menos el valor descontado de los flujos de egresos es de B/.198,500.00.

CUADRO X. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL PROYECTO CON PRÉSTAMOS BANCARIOS

CORPORACIÓN MILENIUM, S.A. EN MILES DE BALBOAS																						
DETALLE	AÑOS																					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TOTALES
<b>INGRESOS</b>																						
Explotación											1,985.2					3,689.3					36,987.6	42,662.1
Venta Activos																					5,500.0	5,500.0
<b>GASTOS</b>																						
Administración	7.5	22.5	22.5	22.5	22.5	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	495.5
Generales	0.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	88.4
Depreciación	0.1	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6											25.1
Utilidad o pérdida	-4.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	1,854.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	42,456.9	47,553.1
MAS Depreciación	0.1	2.6	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6											25.1
FLUJOS DEL PROY	-8.3	-26.6	-26.6	-26.6	-26.6	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	1,856.0	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	42,456.9	47,578.2
<b>INVERSIONES</b>																						
Fincas	-900.0																					-900.0
Equipo	-26.4																					-26.4
Intereses y comisión		-135.0	-210.0	-210.0	-210.0	-210.0	-285.0	-280.0	-280.0	-280.0	-280.0	-410.0	-420.0	-420.0	-420.0	-420.0	-367.5	-245.0	-245.0	-245.0	-245.0	-5,817.5
Reforestación	-534.5	-421.4	-290.6	-102.5	-96.8	-147.4	-98.7	-97.5	-98.2	-98.9	-163.7	-96.6	-94.8	-89.3	-92.0	-149.6	-91.1	-87.4	-92.1	-94.1	-90.8	-3,130.0
FLUJOS DEL PROY	-1,469.2	583.0	-527.2	-339.1	-335.4	-365.2	-411.5	-405.3	-406.0	-406.7	1,512.3	-535.8	-544.0	-538.5	-541.2	3,089.0	-489.3	-363.1	-367.8	-369.8	42,121.1	37,704.3
<b>VAN</b>	<b>2,417.2</b>	<b>198.5</b>																				
<b>TIR</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>																				
<b>TASA CORTE</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>																				

FUENTE

Autor de la Investigación

c) Emisión de Bonos Corporativos

Actualmente para emitir bonos a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. se requiere incurrir en una serie de costos de emisión tales como: confección e impresión del prospecto informativo, abogados, comisiones, aseguramiento, estructuración, custodia, publicidad entre otros. Para éste proyecto los costos tienen un valor aproximado de 2 ¼% del monto de la emisión. Esto varía de acuerdo al tipo de emisión y monto de las mismas. Con una emisión de bonos corporativos con un vencimiento de 7 años, los intereses anuales que se pagan actualmente en el mercado son aproximadamente de 6.5% durante los primeros cinco años y de 9.5% en los últimos dos años. Con estos parámetros se hizo una proyección de costos de emisión de bonos, así como también las emisiones y monto de las mismas necesarias para culminar el proyecto sin que afecte su flujo de caja. (Anexo No.7)

Sobre la base de éstas proyecciones se pudo hacer un nuevo Análisis de Rentabilidad del Proyecto (Cuadro XI.) el que demuestra que el proyecto continua siendo rentable con una emisión de bonos. El mismo puede soportar una tasa de 12.5% sin producir pérdidas y el valor de sus flujos descontados a dicha tasa es de B/.95,200.00.

CUADRO XI. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL PROYECTO CON EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.																							
EN MILES DE BALBOAS																							
DETALLE	AÑOS																			TOTALES			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		2017	2018	
INGRESOS																							
Explotación											1,985.2						3,588.3				3,987.5	42,662.1	
Venta Activos																					5,500.0	5,500.0	
GASTOS																							
Administración	7.5	22.5	22.5	22.5	22.5	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	495.5	
Generales	0.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	88.4	
Intereses Bonos																							
Depreciación	0.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6											25.1	
Utilidad o pérdida	-8.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	-30.4	1,954.4	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7	42,456.9	47,553.1
MAS Depreciación	0.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6											25.1	
FLUJOS DEL PROY	-8.3	-26.6	-26.6	-26.6	-26.6	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	-27.8	1,956.0	-29.2	-29.2	-29.2	29.2	3,658.6	-30.7	-30.7	30.7	-30.7	-30.7	42,456.9	47,578.2
INVERSIONES																							
Finca	-900.0																					900.0	
Equipo	26.4																					-26.4	
Intereses Bonos		-220.0	-260.0	-260.0	-260.0	-320.0	-380.0	-285.0	-455.0	-390.0	390.0	-390.0	-390.0	-480.0	-380.0	-505.0	-260.0	-260.0	-260.0	-260.0	-260.0	-6,665.0	
Reforestación	-534.5	-421.4	290.6	-102.5	-98.8	-147.4	-98.7	97.5	-98.2	-98.9	163.7	-96.6	-84.8	-89.3	-82.0	-149.6	-91.1	-87.4	-92.1	-84.1	-90.8	-3,130.0	
FLUJOS DEL PROY	-1,469	-668.0	577.2	-361	-355.4	-495.2	-506.5	-410.3	-581.0	-516.7	1,402.3	515.8	514.0	-598.5	-501.2	3,004.0	-381.8	-378.1	-382.8	-384.8	-42,106.1	36,858.8	
VAN	1,978.0	96.2																					
TIR	13%	13%																					
TASA CORTE	10%	12.6%																					

FUENTE

Autor de la Investigación



**d) Emisión de Acciones Comunes**

Los costos de emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son mayores que los costos de una emisión de bonos. Básicamente son los mismos costos sólo que el porcentaje de los mismos es mayor. Aproximadamente los costos de emisión para este proyecto son de 5%. Este tipo de emisión requiere de mucha publicidad.

Si la empresa decide emitir acciones comunes requiere de aproximadamente B/.3,000,000.00 (Anexo No.8). Aunque originalmente la empresa no tiene contemplado el pago de dividendos, con éste flujo se está en la capacidad de hacer algunos adelantos al pago de dividendos a discreción de los Directivos y del movimiento real del flujo de efectivo.

En el Cuadro XII, observamos que la utilidad generada en el proyecto después de intereses e impuestos es mayor con ésta opción. Esto es básicamente a que la obtención de fondos con acciones no representa un instrumento de deuda y esto no ocasiona un costo adicional a la empresa.

Las acciones deben emitirse para ésta opción sin valor nominal con un precio al público de B/.1,500,000.00 cada una porque se requiere un capital de B/.3,000,000.00. La Estructura de Capitalización después de la Emisión de Acciones, cambia el valor según libros de las acciones (Cuadro XIII).

Automáticamente los accionistas originales obtienen un aumento de B/.400.00 en el valor de sus acciones y los nuevos accionistas reciben una disminución en el valor de sus acciones de B/.600.00.

## CUADRO XII. ANÁLISIS DE UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS

<b>CORPORACIÓN MILENIUM, S.A.</b> <b>EN MILES DE BALBOAS</b>			
<b>DETALLE</b>	<b>PRESTAMOS</b>	<b>BONOS</b>	<b>ACCIONES</b>
Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI)	44,258.1	44,108.1	44,273.1
Intereses	5,652.5	6,325.0	0.0
Utilidad antes de impuestos (UAI)	38,605.6	37,783.1	44,273.1
Impuesto sobre la renta	11,581.7	11,334.9	13,281.9
Utilidad después de impuestos (UDI)	27,023.9	26,448.2	30,991.2

Fuente: Autor de la Investigación

CUADRO XIII. ESTRUCTURA DE CAPITALIZACIÓN DESPUÉS DE LA EMISIÓN DE ACCIONES COMUNES

CORPORACIÓN MILENIUM, S.A. EN BALBOAS			
DETALLE	ACTUAL	CAPITALIZACIÓN	NUEVA
Acciones Emitidas y en circulación	3,000.00	2,000.00	5,000.00
Total	B/ 1,500,000.00	B/ 3,000,000.00	B/ 4,500,000.00
Valor en Libros	B/ 500.00	B/ 1,500.00	B/ 900.00

Fuente: Autor de la Investigación

## **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

## CONCLUSIONES

Este trabajo de investigación permitió llegar a las siguientes conclusiones:

- El mercado de acciones comunes en Panamá no es muy utilizado porque muchas empresas desconocen los procedimientos y requisitos legales que se requieren ante la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. Además gran parte de éstas empresas son pequeñas y de carácter familiar y no están en capacidad de cumplir con dichos requisitos y para ellas lo más práctico es recurrir al sistema bancario ó a sus propios accionistas quienes constantemente suplen las necesidades de fondo de las mismas.
- Al utilizar acciones comunes como fuente de obtención de fondos las empresas generan mayores utilidades porque éstas no representan un instrumento de deuda con un costo fijo sino que las mismas son fuente de capital fresco que les proporciona mayor solvencia económica lo que les permite aumentar su capacidad para la utilización de deudas en el futuro.
- Las emisiones de acciones comunes son convenientes para las empresas cuando su necesidad de fondos es por una suma significativa. Los costos de éstas emisiones no son fijos, éstos varían de acuerdo al monto de cada emisión.

- En el mercado de valores panameño se utiliza más la figura de los bonos, papel comercial y papel del estado. El número de empresas locales listadas en el mercado de acciones, a pesar de que se ha duplicado desde la creación de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. no tiene comparación con el crecimiento del mercado de bonos dentro de la misma.
- A diferencia de otros mercados el mercado de valores (mercado de acciones) se basa en transparencia ya que se brinda toda la información necesaria para que el público en general puede saber si le conviene invertir en dichos valores.
- La emisión de acciones comunes no sólo genera mayores beneficios a las empresas, además ofrece oportunidades de inversión, lo que beneficia al país.
- A diferencia de otras fuentes de obtención de fondos, que representan contratación de una deuda, cuando una empresa emite acciones no se compromete a obligaciones fijas y preestablecidas como lo es el pago de capital e intereses lo cual tiene un impacto negativo sus flujos de caja. Cuando se emiten acciones no se está asumiendo obligatoriamente el estar pagando capital y dividendos a los accionistas. Las empresas pagan los dividendos de las ganancias, pero sin ninguna obligación, lo que les quita presión.



## RECOMENDACIONES

A continuación presentamos las recomendaciones que pueden ser utilizadas por las sociedades anónimas en general:

- Antes de tomar una decisión con relación a la necesidad de fondos de la empresa es necesario investigar en el mercado todas las opciones que se ofrecen, analizando costos, ventajas de cada una de ellas y sobre todo el impacto financiero que produciría cada una de ellas dentro de la empresa, para poder tener argumentos sólidos que sustenten plenamente la elección de la misma.
- Definitivamente no podemos recomendar como regla inalterable al mercado de acciones comunes como la mejor fuente de obtención de fondos para todas las empresas debido a que esto depende en gran medida de los objetivos que se tengan dentro de cada una de ellas y de las políticas de cada empresa.
- A aquellas empresas a las cuales abrirse al público no representa ningún obstáculo ni va en contra de su concepción original y tienen necesidad de fondos para el desarrollo de proyectos futuros se les hace énfasis en que el mercado de acciones si es la mejor alternativa como fuente de obtención de fondos lo que repercute directamente en el beneficio que obtiene cada socio y en la certeza de que con ésta alternativa brindan a su vez la posibilidad a

todos los inversionistas de poder generar mayores beneficios de acuerdo al potencial de crecimiento de sus empresas.

## **BIBLIOGRAFÍA**

## BIBLIOGRAFIA

### LIBROS:

- ECHEVERRI,** Eugenio. 1993. **Títulos Valores.** Ediciones Librería del Profesional. Colombia. 449 págs.
- LITTLE,** Jeffrey B. 1996 **Como Entender a Wall Street.** Segunda Edición. Mc Graw Hills México. 246 págs.
- MENDEZ,** Carlos. 1995. **Metodología.** Segunda Edición. Mc Graw Hills. Colombia. 170 págs.
- ROSENFELD,** Félix. 1967. **Análisis de Valores Mobiliarios.** Editorial Hispano Europea. España. 257 págs

### PUBLICACIONES:

- BOLSA DE VALORES DE PANAMA, S.A.** 1999a, **Bolsa de Valores de Panamá en Cifras.** 15 pág.
- 1994b, **El Mercado de Valores de Panamá.** 61 págs.
- DIARIO LA PRENSA.** 1997. **Suplemento Martes Financiero No. 51.** 19 págs.

### DICCIONARIOS:

- DICCIONARIO DURVAN DE LA LENGUA ESPAÑOLA.** 965. Editorial Marín. 487 págs.

**KOHLER,** Eric. 1979. **Diccionario para Contadores.**  
UTEHA. México. 717 págs.

#### **DOCUMENTOS OFICIALES:**

Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.

Ley 32 de 26 de Febrero de 1927.

#### **ENTREVISTAS PERSONALES:**

**HALL,** Arturo. Director Ejecutivo. Golden Forrest, S.A.  
Febrero 1999.

**ROA,** Federico. Gerente de Banca Privada y  
Mercado de Capitales. Banco DISA.  
Marzo 1999.

**SOLIS,** Valentín. Bolsa de Valores de Panamá, S.A.  
Febrero 1999.

#### **ENCUESTA**

**ANEXOS**

**ANEXO No.1**



## PORTADA PROSPECTO INFORMATIVO

- ☐ **Nombre del Emisor, fecha de constitución, registrada en el Registro Público (Tomo, Folio, Ficha).**
- ☐ **Características generales de la emisión.**
- ☐ **Resolución 299 de 1987 donde se detalla la garantía de la emisión.**
- ☐ **Deberá incluirse la siguiente leyenda en resaltado y a 12 puntos de imprenta: Estos valores han sido autorizados para su venta por la Comisión Nacional de Valores. Esta autorización no implica que la Comisión recomiende la inversión en tales valores ni representa opinión favorable ó desfavorable pertinente y el siguiente formato:**

[illegible]

- ☐ Fecha de impresión del Prospecto

## ANEXO No.2

## **CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

- Monto y número de valores para la venta.
- Nominativos ó al portador.
- Tasa de interés y periodicidad de pago de los mismos (si es el caso).
- Precio de venta.
- Vencimiento de la emisión (si el caso).
- Nombre de las personas autorizadas para refrendarlo.
- Descripción, derechos y características del tipo de acciones (si es el caso).
- Convertibles a acciones (si es el caso).
- Agente de pago y transferencia.
- Plan de redención anticipada (si es el caso).
- Fondo de redención (si es el caso).
- Acuerdo de fideicomiso, depósito y/o custodio.
- Garantías y certificado de libertad de gravámenes.
- Aspectos fiscales.
- Consideraciones adicionales.

**ANEXO No.3**



Bolsa de Valores de Panamá  
Información Nueva para ser Incluida  
en las Solicitudes de Registro

Con el propósito de enriquecer y dilucidar la información que se solicita a los emisores y en los prospectos, la Bolsa de Valores de Panamá S.A. ha aprobado solicitar información complementaria a la que ya se establece en el Reglamento "A" de la Comisión Nacional de Valores.

1) Información Adicional a Incluir en el Prospecto.

La descripción de información adicional que sigue debe interpretarse en relación a cada empresa o emisión en particular. En ese sentido, la mejor forma de preparar un prospecto útil y completo es discutir cada caso con la Bolsa, la CNV y los representantes del emisor.

a) Apartado postal, número de teléfono y fax de la sociedad emisora y de todas las sociedades o individuos que se mencionen en el prospecto informativo.

b) La Industria y la Empresa:

El propósito de esta sección es enriquecer la descripción detallada del negocio a que se refiere el Reglamento "A" de la Comisión. Se divide en dos partes: una descripción del entorno de la industria donde se desempeña la empresa y una descripción de los factores críticos que afectan el desempeño de la empresa.

**Descripción de la Industria:** En la descripción del entorno de la empresa se exige una descripción general de la industria donde opera la empresa (vg. Turismo, Banca, Agroindustria, etc.). Ello incluirá la evolución general de industria en términos de crecimiento y factores que inciden en su estructura actual, tales como legislación (industria/bancaria), tecnología (computación), mano de obra especializada (servicios fiduciarios), fuentes de materia prima o de productos (televisoras), franquicias y concesiones (aerolíneas), etc.

La descripción del entorno procurará identificar principales competidores y la naturaleza de la competencia (precio, calidad, servicio, marca, etc.) en la industria, y los factores no controlados por la industria o las empresas que pueden incidir negativamente en el desarrollo futuro de tal línea de negocio (vg. legislación ecológica, políticas económicas específicas, productos sustitutos etc.).

**Descripción de la Empresa:** En adición a los requisitos del Reglamento "A", el enriquecimiento de esta sección tiene como propósito dar al público una mejor idea de los factores que inciden sobre la empresa y sobre los títulos que pretende vender.

Es necesario indicar además de los productos o servicios de donde la empresa derive más del 10% de su ingreso, la indicación de los clientes que generen al menos el 20% de las ventas o los ingresos. Listar los bancos o instituciones con que la empresa tiene alguna relación de crédito de importancia.

Al igual que en la descripción del entorno, la empresa debe indicar si existen condiciones especiales que inciden en el negocio tales como contratos, concesiones o leyes especiales y hechos o eventos que pueden incidir negativamente sobre su desempeño particular (vg. competencia, tecnología, relaciones laborales especiales, etc.).

La empresa deberá indicar además en forma tabulada las diferentes emisiones públicas que tenga en circulación, su saldos y cualquier aspecto relevante de las mismas. La empresa deberá dar una idea del número de empleados que tiene y si existen sindicatos y convenciones colectivas vigentes.

c) Asesores y Consultores:

Como una sección separada y con el propósito de dar al público una idea de la calidad de la emisión, el prospecto indicará quienes han sido los asesores legales, contables, financieros o de cualquier otro tipo utilizado por la empresa para preparar y vender los títulos sujetos a oferta pública.

La descripción de asesores debe incluir sus nombres y direcciones completa, teléfono y facsímil, y una descripción de sus responsabilidades en la emisión.

d) Factores de Riesgo de la Emisión:

Esta sección busca dar al público una idea clara de los posibles riesgos financieros (los riesgos operativos ya se deben haber descrito en la sección de la industria y el negocio) que pudieran afectar el rendimiento o el repago al inversionista.

Es típico de esta sección indicar si existen acreencias que tengan preferencia o prelación en el cobro sobre la emisión y eventos o hechos de la estructura financiera que puedan afectar negativamente el pronto pago de intereses y capital en el caso de títulos de deuda y de dividendos en el caso de acciones.

2) Información Adicional no Incluida en el Prospecto:

La idea central de solicitar esta información es sustentar las afirmaciones que se formulan en el prospecto....

Carta de los abogados de la empresa expresando su opinión sobre la validez de todo relacionado con la emisión, incluyendo lo siguiente:

1. Las sociedades(\*) son sociedades anónimas debidamente organizadas y en existencia de conformidad con las Leyes de la República de Panamá y tienen capacidad corporativa para celebrar y otorgar los contratos (\*\*) y para cumplir con las obligaciones contraídas en dichos contratos.
2. Los contratos han sido debidamente autorizados y otorgados por las sociedades y constituyen obligaciones legales, válidas y exigibles de las sociedades.
3. Los contratos no violan ninguna cláusula del Pacto Social de las sociedades, ni ninguna ley, decreto o reglamentación existente de la República de Panamá; ni crean un evento de incumplimiento bajo otros contratos en que las sociedades sean parte que pueda resultar en que dichas obligaciones sean declaradas de plazo vencido.
4. Las obligaciones asumidas por las sociedades en los contratos son obligaciones incondicionales de las sociedades y gozan de la misma prelación que las demás obligaciones no garantizadas de las sociedades.

(\*) Debe definirse como "Sociedades" tanto al emisor como a los fiadores, garantes y todas las demás sociedades del grupo del emisor que asumen obligaciones contractuales como resultado de la emisión de los bonos.

(\*\*) Debe definirse como "Contratos" los bonos, el prospecto, las fianzas, garantías, hipotecas, los contratos de agencia y fideicomiso, y en general todos los contratos y acuerdos en que sean parte las sociedades del grupo emisor.

e) Estructura de Capitalización:

Con el propósito de ilustrar al inversionista potencial el impacto de la nueva emisión o capitalización en la estructura financiera de la empresa, una vez colocados los valores, la mejor forma de presentar esta sección es en forma de tabla que describa la situación "antes" y "después" de la emisión. Es deseable que la tabla indique índices de apalancamiento si es relevante.

f) Relación y Afiliación entre Partes:

El propósito de esta sección es indicar si existen o no accionistas, vínculos materiales importantes comunes a unos o todas las partes involucradas en la transacción (vg. fiduciarios, custodios, asesores etc.).

La idea detrás de este requerimiento, aunque el prospecto no lo revela, es dar al inversionista otros elementos de juicio sobre la estructura de la transacción y los posibles conflictos de interés.

g) Detalles de los Contratos Auxiliares y Complementarios de la Emisión:

No es necesario que estos requisitos estén recogidos en una sola sección del prospecto; pero el emisor develará los aspectos (artículos, cláusulas, anexos, etc.) de los contratos de custodia, fideicomiso, pago, transferencia, colocación, garantía, fianza, hipoteca y anticresis, etc. que afecten los derechos de los inversionistas potenciales. El prospecto podrá optar por discutir los aspectos mas relevantes o incluir todo los contratos relevantes.

h) Información Financiera:

Además de los requisitos de la Ley y el Reglamento "C" de la CNV, el prospecto incluirá información financiera no auditada de no mas de 4 meses de antigüedad a la fecha de la solicitud. (Esta información ya se exige por la CNV pero no se incluía en el prospecto.)

Los prospectos deberán además incluir estados de pérdidas y ganancias históricos de al menos tres años anteriores al último cierre fiscal auditado.

Cuando la empresa incluya proyecciones financieras en el prospecto, las mismas deberán acompañarse de una advertencia donde se aclara que las proyecciones son en todo caso estimados del futuro y por consiguiente susceptibles de ser afectadas por eventos futuros e impredecibles. Además, se deberá incluir una descripción de los supuestos utilizados para la preparación de las proyecciones.



**ANEXO No.4**

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es...	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue...	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son...	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones...	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa...	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa...	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados...	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo...	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad...	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado...	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue...	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es...	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes...	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. ....	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes....	1	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento. ....	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa. ....	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participen en dicho mercado. ....	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen....	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes. ....	1	2	3	4	5

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es. ....	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue .....	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son. ....	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones .....	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa. ....	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa. ....	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados .....	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo .....	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad .....	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado .....	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue ...	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es. ....	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes. ....	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. ....	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes. ..	1	2	3	4	5
16	Los negos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento .....	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa .....	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participen en dicho mercado. ....	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen. ....	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes .....	1	2	3	4	5

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A es . . . . .	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue . . . . .	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son . . . . . <i>no hay dividendos</i>	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones . . . . .	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa. . . . .	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa. . . . .	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados . . . . .	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo. . . . .	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad. . . . .	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado. . . . .	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue <i>4.5%</i> . . . . .	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es. . . . .	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes. . . . . <i>después de 12 años</i>	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. . . . .	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes	1	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento . . . . .	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa. . . . .	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participan en dicho mercado . . . . .	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen . . . . .	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes . . . . .	1	2	3	4	5

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es . . . . .	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue . . . . .	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son. . . . .	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones. . .	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados . . . . .	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo . . . .	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad. . . . .	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado . . . . .	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue . . .	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es . . . . .	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes. . . . .	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. . . . .	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes....	1	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento . . . . .	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa. . . . .	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participan en dicho mercado . . . . .	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen....	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes . . . . .	1	2	3	4	5

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es . . . . .	1	2	3	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue . . . . .	1	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son . . . . .	1	2	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones....	1	2	3	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa . . . . .	1	2	3	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados . . . . .	1	2	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo....	1	2	3	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad. . . . .	1	2	3	4	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado.. . . .	1	2	3	4	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue.. .	1	2	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es . . . . .	1	2	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes.....	1	2	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A... . . . .	1	2	3	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes..	1	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento... . . . .	1	2	3	4	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa.....	1	2	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participan en dicho mercado.....	1	2	3	4	5
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen... . . . .	1	2	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes . . . . .	1	2	3	4	5

## ENCUESTA

01	Considera Ud. que el control que ejercen los primeros accionistas, después de la emisión de acciones comunes a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es.....	1	2	③	4	5
02	La ganancia por acción generada en su empresa después de la nueva emisión de acciones comunes fue.....	①	2	3	4	5
03	Considera Ud. que los dividendos pagados sobre acciones comunes en su empresa a sus accionistas son.....	1	②	3	4	5
04	Según Ud. la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es la mejor opción a través de la cual las empresas pueden hacer emisión de acciones....	1	2	③	4	5
05	Los costos de una emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. son aceptables para su empresa.....	1	2	3	④	5
06	Una emisión de acciones comunes representa demasiados riesgos para su empresa.....	1	2	③	4	5
07	Los objetivos deseados por su empresa al hacer la emisión de acciones comunes fueron ó están siendo alcanzados.....	1	②	3	4	5
08	En Panamá el mercado de acciones no se ha desarrollado debido a que la mayor parte de las empresas tienen poco conocimiento acerca de los procedimientos o requisitos legales para participar en el mismo.....	1	2	③	4	5
09	Las empresas que incursionan en el mercado de acciones en Panamá son básicamente empresas industriales y que tienen bases muy sólidas dentro de su actividad.....	1	2	3	④	5
10	Considere Ud. que la emisión de acciones comunes como fuente de financiamiento es la mejor opción del mercado.....	1	2	3	④	5
11	El poder otorgado a las nuevos accionistas, a través de la emisión de acciones comunes, para la toma de decisiones en su empresa fue....	1	②	3	4	5
12	La rentabilidad por acción obtenida con los nuevos socios se puede decir que es.....	1	②	3	4	5
13	Podría decirse que su empresa tiene como política el pago de dividendos anuales a sus accionistas comunes.....	1	②	3	4	5
14	Tanto las empresas como los inversionistas obtienen mayores beneficios con una emisión de acciones por medio de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.....	1	2	③	4	5
15	Ud. piensa que en Panamá hay muchas otras fuentes de financiamiento con costos más bajos que los de una emisión de acciones comunes....	①	2	3	4	5
16	Los riesgos de emitir acciones comunes para su empresa pueden considerarse normales, así como los de cualquier otra fuente de financiamiento.....	1	2	3	④	5
17	El haber emitido acciones comunes como fuente de financiamiento fue una de las peores equivocaciones cometidas por su empresa....	1	②	3	4	5
18	La falta de información acerca del mercado de acciones, requisitos, leyes, procedimientos para emisión de acciones son la causa por la que las empresas panameñas no participan en dicho mercado.....	1	2	3	4	⑤
19	Actualmente en el mercado de acciones participan toda clase de empresas, sin importar el tipo de actividad que desarrollen.....	1	②	3	4	5
20	Los préstamos bancarios e incluso la emisión de bonos son una mejor alternativa de fuente de financiamiento que una emisión de acciones comunes.....	1	②	3	4	5

## ANEXO No.5



**CORPORACION MILENIUM, S.A.****INGRESOS EXPLOTACION PROYECTADOS****EN BALBOAS**

<b>AÑO</b>	<b>INGRESOS</b>		<b>TOTAL</b>
	<b>EXPLOTACION</b>	<b>FINCAS</b>	
2008	1,985,236		1,985,236
2013	3,689,325		3,689,325
2018	36,987,564	5,500,000	42,487,564
<b>TOTALES</b>	<b>42,662,125</b>	<b>5,500,000</b>	<b>48,162,125</b>

**CORPORACION MILENIUM, S.A.****GASTOS DE ADMINISTRACION PROYECTADOS  
EN BALBOAS**

<b>AÑO</b>	<b>GASTOS</b>			<b>TOTAL</b>
	<b>Administración</b>	<b>Generales</b>	<b>Depreciación</b>	
1999	22,500	4,068	2,636	29,204
2000	22,500	4,068	2,636	29,204
2001	22,500	4,068	2,636	29,204
2002	22,500	4,068	2,636	29,204
2003	23,625	4,271	2,636	30,532
2004	23,625	4,271	2,636	30,532
2005	23,625	4,271	2,636	30,532
2006	23,625	4,271	2,636	30,532
2007	23,625	4,271	2,636	30,532
2008	24,806	4,484	1,550	30,840
2009	24,806	4,484		29,290
2010	24,806	4,484		29,290
2011	24,806	4,484		29,290
2012	24,806	4,484		29,290
2013	26,046	4,708		30,754
2014	26,046	4,708		30,754
2015	26,046	4,708		30,754
2016	26,046	4,708		30,754
2017	26,046	4,708		30,754
2018	26,046	4,708		30,754
<b>TOTALES</b>	<b>488,431</b>	<b>88,295</b>	<b>25,274</b>	<b>602,000</b>

**CORPORACION MILENIUM, S.A.****GASTOS DEL PROYECTO ESTIMADOS  
EN BALBOAS**

<b>AÑO</b>	<b>PROYECTO REFORESTACION</b>				<b>TOTAL</b>
	<b>Jornaleros</b>	<b>Alquiler Equipo</b>	<b>Mantenimiento</b>	<b>Otros</b>	
1999	119,328	96,233	133,900	72,026	421,487
2000	115,867	53,682	89,725	31,396	290,670
2001	56,897		33,682	11,996	102,575
2002	48,967		32,974	16,932	98,873
2003	78,968	13,968	32,968	21,494	147,398
2004	49,586		29,658	19,482	98,726
2005	48,596		30,568	18,373	97,537
2006	47,368		28,972	21,925	98,265
2007	47,968		29,654	21,269	98,891
2008	78,968	11,986	32,987	39,784	163,725
2009	49,638		36,579	10,472	96,689
2010	48,975		35,987	9,881	94,843
2011	48,657		33,422	7,246	89,325
2012	47,987		31,598	12,430	92,015
2013	69,875	10,569	29,876	39,345	149,665
2014	46,897		25,941	18,290	91,128
2015	45,632		23,986	17,856	87,474
2016	47,652		22,544	21,867	92,063
2017	48,623		23,645	21,888	94,156
2018	61,659	9,865	5,687	13,660	90,871
<b>TOTALES</b>	<b>1,208,108</b>	<b>196,303</b>	<b>744,353</b>	<b>447,612</b>	<b>2,596,376</b>

## **ANEXO No.6**

**CORPORACION MILENIUM, S.A.****PROYECCION DE INTERESES****PRESTAMOS BANCARIOS****TASA 7% ANUAL****COMISION CIERRE 1%**

FECHA	PRESTAMO	INTERES Y COMISION	AMORTIZACION	SALDO
01-Jul-99	3,000,000.00			3,000,000.00
31-Dic-99		135,000.00		3,000,000.00
31-Dic-00		210,000.00		3,000,000.00
31-Dic-01		210,000.00		3,000,000.00
31-Dic-02		210,000.00		3,000,000.00
30-Jun-03		210,000.00		3,000,000.00
31-Dic-04	4,000,000.00	285,000.00	3,000,000.00	4,000,000.00
31-Dic-05		280,000.00		4,000,000.00
31-Dic-06		280,000.00		4,000,000.00
31-Dic-07		280,000.00		4,000,000.00
31-Dic-08		280,000.00		4,000,000.00
31-Dic-09	6,000,000.00	410,000.00	4,000,000.00	6,000,000.00
31-Dic-10		420,000.00		6,000,000.00
31-Dic-11		420,000.00		6,000,000.00
31-Dic-12		420,000.00		6,000,000.00
31-Dic-13		420,000.00		6,000,000.00
31-Dic-14	3,500,000.00	367,500.00	6,000,000.00	3,500,000.00
31-Dic-15		245,000.00		3,500,000.00
31-Dic-16		245,000.00		3,500,000.00
31-Dic-17		245,000.00		3,500,000.00
31-Dic-18		245,000.00	3,500,000.00	0.00
	16,500,000.00	5,817,500.00	16,500,000.00	

**CORPORACION MILENIUM, S.A.**  
**FLUJO DE CAJA PROYECTADO**  
**PRESTAMOS BANCARIOS**

**AÑOS 1998 - 2018**

<b>FLUJO NETO</b>	<b>PRESTAMO</b>	<b>COMISION INTERES</b>	<b>AMORTI</b>	<b>EFFECTIVO</b>
68,759				68,759
-515,012	3,000,000	-135,000		2,418,747
-343,738		-210,000		1,865,009
-129,143		-210,000		1,525,868
-125,441		-210,000		1,190,425
-175,294		-210,000		805,131
-128,822	4,000,000	-285,000	-3,000,000	1,393,509
-125,433		-280,000		988,076
-126,161		-280,000		581,915
-126,787		-280,000		175,128
1,792,221		-280,000		1,687,349
-125,979	6,000,000	-410,000	-4,000,000	3,151,370
-124,133		-420,000		2,607,237
-118,615		-420,000		2,068,622
-121,305		-420,000		1,527,317
3,508,906		-420,000		4,616,223
-121,882	3,500,000	-367,500	-6,000,000	1,626,841
-118,228		-245,000		1,263,613
-122,817		-245,000		895,796
-124,910		-245,000		525,886
42,365,939		-245,000	-3,500,000	39,146,825
44,964,325	16,500,000	-5,817,500	-16,500,000	

## **ANEXO No.7**

**CORPORACION MILENIUM, S.A.**  
**PROYECCION DE BONOS CORPORATIVOS A 7 AÑOS**  
**TASA 6.50% CINCO PRIMEROS AÑOS**  
**TASA 9.50% DOS ULTIMOS AÑOS**  
**GASTOS DE EMISION 2 1/4 %**

FECHA	BONOS	INTERESES	EMISION	REDENCION	SALDO
01-Jul-99	4,000,000.00				4,000,000.00
31-Dic-99		130,000.00	90,000.00		4,000,000.00
31-Dic-00		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-01		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-02		260,000.00			4,000,000.00
30-Jun-03		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-04		320,000.00			4,000,000.00
31-Dic-05		380,000.00			4,000,000.00
31-Dic-06	6,000,000.00	320,000.00	135,000.00	-4,000,000.00	6,000,000.00
31-Dic-07		390,000.00			6,000,000.00
31-Dic-08		390,000.00			6,000,000.00
31-Dic-09		390,000.00			6,000,000.00
31-Dic-10		390,000.00			6,000,000.00
31-Dic-11		480,000.00			6,000,000.00
31-Dic-12		380,000.00			6,000,000.00
31-Dic-13	4,000,000.00	415,000.00	90,000.00	-6,000,000.00	4,000,000.00
31-Dic-14		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-15		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-16		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-17		260,000.00			4,000,000.00
31-Dic-18		260,000.00		-4,000,000.00	0.00
	14,000,000.00	6,325,000.00	315,000.00	-14,000,000.00	



**CORPORACION MILENIUM, S.A.**  
**FLUJO DE CAJA PROYECTADO**  
**BONOS CORPORATIVOS**

**AÑOS 1998 - 2018**

FLUJO NETO	BONOS	INTERESES EMISION	REDENCION	EFFECTIVO
68,759				68,759
-515,012	4,000,000	-220,000		3,333,747
-343,738		-260,000		2,730,009
-129,143		-260,000		2,340,868
-125,441		-260,000		1,955,425
-175,294		-320,000		1,460,131
-126,622		-380,000		953,509
-125,433		-285,000		543,076
-126,161	6,000,000	-455,000	-4,000,000	1,961,915
-126,787		-390,000		1,445,128
1,792,221		-390,000		2,847,349
-125,979		-390,000		2,331,370
-124,133		-390,000		1,817,237
-118,615		-480,000		1,218,622
-121,305		-380,000		717,317
3,508,906	4,000,000	-505,000	-6,000,000	1,721,223
-121,882		-260,000		1,339,341
-118,228		-260,000		961,113
-122,817		-260,000		578,296
-124,910		-260,000		193,386
42,365,939		-260,000	-4,000,000	38,299,325
44,964,325	14,000,000	-6,665,000	-14,000,000	

**ANEXO No.8**

**CORPORACION MILENIUM, S.A.**  
**FLUJO DE CAJA PROYECTADO**  
**EMISION ACCIONES COMUNES**

**AÑOS 1998 - 2018**

<b>FLUJO NETO</b>	<b>ACCIONES COMUNES</b>	<b>COSTOS DE EMISION</b>	<b>EFFECTIVO</b>
68,759			68,759
-515,012	3,000,000	-150,000	2,403,747
-343,738			2,060,009
-129,143			1,930,866
-125,441			1,805,425
-175,294			1,630,131
-126,622			1,503,509
-125,433			1,378,076
-126,161			1,251,915
-126,787			1,125,128
1,792,221			2,917,349
-125,979			2,791,370
-124,133			2,667,237
-118,615			2,548,622
-121,305			2,427,317
3,508,906			5,936,223
-121,882			5,814,341
-118,228			5,696,113
-122,817			5,573,296
-124,910			5,448,386
42,365,939			47,814,325
44,964,325	3,000,000	-150,000	